

UNIVERSIDAD DE LA CORUÑA

ANALISIS CRITICO DE LOS ESTADOS
CONTABLES DE CIRCULACION FINANCIERA A
FORMULAR POR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

TESIS DOCTORAL PRESENTADA POR:

FERNANDO RUIZ LAMAS

DIRECTOR:

PROFESOR DOCTOR. D. JOSE MARIA CASTELLANO RIOS

MARZO DE 1996



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Departamento de
Economía Financieira
e Contabilidade
A CORUÑA

JOSE MARÍA CASTELLANO RÍOS, Catedrático del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de A Coruña, en calidad de Director de la Tesis Doctoral de D. Fernando Ruiz Lamas, que lleva por título "Análisis Crítico de los Estados Contables de Circulación Financiera a Formular por las Empresas Españolas".

INFORMA:

Que el citado Trabajo de Investigación reúne los requisitos exigidos, tanto en actualidad e importancia del tema, como por su enfoque metodológico y tratamiento de la información, para ser presentada y defendida en acto público para la obtención del título de Doctor.

Para que conste, y en cumplimiento de lo preceptivo, firmo el presente informe en A Coruña, a veintisiete de febrero de mil novecientos noventa y seis.

Trabajo original de investigación, dirigido por el Profesor Doctor D. José María Castellano Ríos, Catedrático del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de La Coruña, presentado por Fernando Ruiz Lamas para la obtención del título de Doctor.

Programa de Doctorado: Problemas y Perspectivas de la Construcción Europea. Departamento responsable: Economía Aplicada, en colaboración con el Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

INDICE:	Pág.
OBJETIVOS	8
CAPITULO I: ESTADOS DE CIRCULACION FINANCIERA.	
 ORIGENES, REGULACIONES Y ENFOQUES	
 1. Introducción a la Información sobre Flujos de Fondos	10
1.1 Clasificación de los Estados de Información Económico-Financiera	10
1.2 Antecedentes Históricos	14
1.3 Panorama Normativo Actual	17
1.4 Sustantividad Informativa de los Estados de Flujos de Fondos	28
1.5 Reconocimiento y Medida de los Flujos: Principio de Devengo y Principio de Caja	33
 2. Formulación de los Estados de Flujos de Fondos: Enfoques	40
2.1 Cuentas de Flujos y Cuentas de Saldos	40
2.2 Discusión sobre el Concepto de Fondo	47
2.3 El Capital Circulante: Aceptaciones	49
2.3.1 Capital Circulante Necesario. Determinación	52
2.3.2 Capital Circulante Monetario	63
2.3.3 Recursos Líquidos Netos	64
2.4 Tesorería y Cuasi-Tesorería	67
2.5 Formulación Analítica de los Diferentes Estados de Flujos según su Enfoque	80
2.6 Tipología de los Flujos de Fondos	91
2.6.1 Flujos de Capital	92
2.6.2 Flujos de Fondos Generados Internamente	95

CAPITULO II: FORMATOS DE ESTADOS DE CIRCULACION FINANCIERA

1.	Criterios de Agrupación de los Flujos	111
1.1	Formato de Orígenes y Aplicaciones	113
1.2	Clasificación de los Flujos por Operaciones ...	113
2.	Ejemplos de Modelos de Estados de Flujos: Propuestas de las Diversas Regulaciones	114
2.1	El Cuadro de Financiación del Plan Francés de Contabilidad	114
2.2	El Formato del SFAS N° 95	120
2.3	El Formato del FRS N° 1	127
2.4	El IAS N° 7	129
2.5	Otros Ejemplos de Formatos por Operaciones	130
3.	Propuestas Doctrinales: Formatos para el Análisis de Flujos Reales y Financieros	133
3.1	Valor añadido y Flujos Operativos	133
3.2	Clasificación según la Teoría Financiera: Flujos para el Accionista	139
3.3	Clasificación según la Teoría de la Entidad: Flujos que Determinan el Valor de la Empresa ..	141
4.	Discusión sobre Algunas Cuestiones que Afectan a la Clasificación de los Flujos	145
4.1.	Flujos Brutos y Flujos Netos	145
4.2.	Flujos Operativos: Método Directo versus Método Indirecto	147
4.3.	Operaciones de Inversión y Financiación No Monetarias	150
4.4.	Adscripción a Más de una Categoría	153
4.5.	Clasificación de Gastos e Ingresos Financieros	155
4.6.	El Impuesto sobre Beneficios	160

4.7.	El IVA y otros Tributos distintos del Impuesto sobre Beneficios	161
4.8	Inversiones de Crecimiento y de Mantenimiento ..	163
4.9	Flujos Extraordinarios	166
4.10	Conciliación con los Saldos de Balance	172
5.	Información Adicional en Estados de Flujos	174
5.1	Información Segmentada	176
5.2	Información sobre Flujos Intragrupo	181
5.3	Estados de Flujos en Divisas	182
5.4	Horizonte Temporal e Información Intermedia ...	183
5.5	Adaptaciones Sectoriales: Los Estados de Flujos de Entidades de Crédito	187
5.6	Enfoque Interno de los Estados de Flujos	191
5.6.1	Flujos Previsionales	191
5.6.2	Clasificación Funcional de los Flujos Operativos	203
5.7	Estados de Flujos e Inflación	206
5.8	Métodos Prácticos de Formulación de Estados de Flujos	212
5.8.1	Elaboración a partir del Ajuste de las Variaciones entre Balances Consecutivos	212
5.8.2	Obtención Directa de los Flujos	213
5.8.3	Elaboración a partir de los Mayores del resto de Cuentas de Balance y Pérdidas y Ganancias	216
6.	Consolidación de Estados de Flujos	217
6.1	Necesidad de un Estado de Flujos Consolidado ..	218
6.2	Regulación y Enfoques Conceptuales: Extensión versus Entidad	221

6.3	Armonización del Estado de Flujos Consolidado: El Problema de la Exclusión de Filiales	223
6.4	Estado de Flujos Consolidado: Formulación	225
6.5	Información Específica de un Estado de Flujos Consolidado	228
6.5.1	Flujos por Operaciones de Sociedades Multigrupo y Asociadas	229
6.5.2	Cambios en el Perímetro de la Consolidación	231
6.5.3	Atribución de Flujos a los Socios Externos	234
6.5.4	Flujos de Filiales Extranjeras	239

CAPITULO III: ANALISIS DE LOS ESTADOS DE FLUJOS DE FONDOS

1.	Bases Conceptuales del Análisis Económico-Financiero	269
2.	Utilidad de los Estados de Flujos de Fondos	278
3.	Análisis Económico y Estados de Flujos	284
3.1	La Relación entre Beneficios, Recursos Generados y Flujos de Tesorería Operativos	285
3.1.1	Aproximación Empírica	285
3.1.2	Desarrollo Analítico sobre la Relación entre Beneficios, Flujos de Capital Circulante y Flujos de Tesorería Operativos	291
3.2	Limitaciones a la Información Contable: Beneficios versus Flujos de Tesorería	305
3.2.1	Limitaciones del Beneficio	305
3.2.2	Manipulación de Beneficios y de Flujos de Tesorería	308
3.3	Análisis Económico en Términos Relativos: Ratio Contable de Rentabilidad, Tasa Interna de Rentabilidad y Ratio de Retorno Líquido	313

4.	El Estudio de la Solvencia y la Comparación entre Beneficios y Flujos Operativos	330
5.	Aportaciones para el Análisis Global de la Empresa .	340
5.1	Predicciones del Valor de Mercado	340
5.2	Predicciones de Flujos de Tesorería Futuros ...	351
6.	Equilibrio entre Categorías de Flujos	355
6.1	Criterios para el Estudio del Equilibrio Entre Flujos	356
6.2	Equilibrio de Flujos en un Estado de Variaciones de Capital Circulante y en un Estado de Flujos de Tesorería	358
6.3	Flujos Económicos y Flujos Financieros	368
6.4	Flujos de Fuentes de Financiación y Empleos o Inversiones	373
7.	Ratios para el Análisis de los Estados de Flujos ...	387
7.1	Análisis de Estructura	387
7.2	Ratios para el Análisis de los Equilibrios Económico y Financiero	390
8.	Variaciones de Capital Circulante versus Variaciones de Tesorería	402
8.1	Complementariedad o Sustituibilidad	402
8.2	Comparación en Referencia a los Requisitos de la Información Económico-Financiera	411

CAPITULO IV: LA INFORMACION SOBRE LOS FLUJOS DE FONDOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

1.	El Cuadro de Financiación del Plan General de Contabilidad	425
1.1	Concepto, Principios y Normas para su Elaboración	425

1.2	La Definición de Capital Circulante en las Cuentas Anuales de las Empresas Españolas	431
1.3	El Formato del Cuadro de Financiación	437
2.	El Cuadro de Financiación Consolidado de las Normas de Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas .	464
2.1	El Formato del Cuadro de Financiación Consolidado	464
2.1.1	Recursos Procedentes de o Aplicados en las Operaciones	466
2.1.2	Recursos Aplicados en Concepto de Impuesto sobre Beneficios	469
2.1.3	Análisis del resto de Epígrafes	478
2.1.4	Información sobre Flujos de Filiales Extranjeras	488
3.	El Estado de Liquidez para el Reparto de Dividendos a Cuenta	492
4.	El Estado de Flujos de la Central de Balances del Banco de España	497
4.1	Estado de Resultados: Enlace con los Estados de Flujos	497
4.2	Variación Neta de Activos y Pasivos	499
4.3.	Financiación Neta del Inmovilizado, del Circulante y Variación de la Tesorería	502
5.	Reformulaciones de la Información Contenida en el Cuadro de Financiación	504
5.1	Clasificación por Operaciones	504
5.2	Información sobre Flujos de Tesorería	506
6.	Análisis Crítico del Cuadro de Financiación	510
6.1	Problemas derivados de la Definición Temporal de Capital Circulante	510

6.2 Insuficiencia del Desglose de las Variaciones de Capital Circulante	516
CONCLUSIONES	526
BIBLIOGRAFIA	541
ABREVIATURAS	573

OBJETIVOS

El presente trabajo persigue analizar en qué medida la información externa sobre los flujos financieros del ejercicio recogida en el Cuadro de Financiación del Plan General de Contabilidad cumple con el contenido informativo que debe poseer un estado de dicha naturaleza. La corriente internacional actual camina en el sentido de sustituir los estados de variaciones de capital circulante por estados de flujos de tesorería como producto del desarrollo histórico de la formulación de estados de flujos. Hemos querido ir más allá del debate sobre la delimitación del concepto a que atiende la variable cuya variación es objeto de representación, relacionando dicha cuestión con los modelos de clasificación de flujos que se han ido proponiendo tanto en el seno de las regulaciones más recientes como al margen de las mismas, buscando un ulterior desarrollo en cuestiones referentes a la información segmentada; el horizonte temporal a cubrir por un estado de flujos; la necesidad de hacer o no ciertas adaptaciones sectoriales, en el caso de las entidades de crédito; la relación entre un estado de flujos ex-post y la presupuestación o previsión de cobros y pagos; el entronque de los estados de flujos con una clasificación funcional de los resultados; el efecto de la inflación; o la información específica a recoger en un estado de flujos consolidado.

El aumento de la presentación de datos sobre flujos de fondos ha permitido que diversos autores hayan realizado una

aproximación positiva a lo que se entiende debe ser la utilidad de dicha información. Trataremos de analizar si ello abre una nueva área en el seno del análisis financiero o si debe encuadrarse en la metodología construida en base a la información tradicionalmente suministrada por los estados contables.

Lo anterior, a modo de conclusión, nos ha de permitir realizar una comparación en términos de enfoque entre los estados de variación de capital circulante y los estados de flujos de tesorería, planteando la hipótesis sobre su posible complementariedad o sustituibilidad.

En último término, aplicaremos todo lo tratado en los tres primeros capítulos al estudio crítico de la información sobre flujos financieros a disposición de los usuarios españoles, comprobando en qué medida satisface o no sus necesidades y proponiendo las modificaciones que se derivan del análisis así realizado.

CAPITULO I: ESTADOS DE CIRCULACION FINANCIERA. ORIGENES, REGULACIONES Y ENFOQUES

1. Introducción a la Información sobre Flujos de Fondos

1.1 Clasificación de los Estados de Información Económico-Financiera

La información económico-financiera tradicional tiene en el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias sus dos estados contables básicos. No obstante, en las dos últimas décadas ha tenido lugar un fenómeno de proliferación de nuevos instrumentos de información, tanto externa como interna.

Siguiendo a José Antonio Gonzalo Angulo (1981, pp. 19-41), se podría establecer la siguiente clasificación de los estados económico-financieros de la empresa:

1. Históricos o reales:

1.1 Anuales:

- 1.1.1. De situación: (unicolumna y multicolumna)
 - Balance
 - Anexo o Memoria
- 1.1.2. De circulación económica real:
 - Cuenta de Pérdidas y Ganancias (única o segmentada)
 - Estado de Valor Añadido
- 1.1.3. De circulación financiera:
 - Estado de Origen y Aplicación de Fondos
 - Estado de Flujos de Tesorería (en moneda nacional o en divisas)
- 1.1.4. Para explicación de movimientos de cuentas:
 - Estado de variación del Neto
 - Estado de inversión en recursos humanos
 - Estado de flujos con el Gobierno
 - Estado de variaciones en la inversión
 - Etc.

1.2. Intermedios:

- Mensuales
- Trimestrales
- Semestrales

2. Previsionales:

- 2.1. Completos (normalmente muy simplificados).
- 2.2. Con información parcial (ventas, beneficios, inversión, ganancias por acción, etc.)

Se observa en la clasificación anterior una combinación de los siguientes enfoques:

- a) Nuevas formas de presentación de estados contables tradicionales.

- b) Estados económico-financieros complementarios, desarrollados a partir de los datos del Balance y de la cuenta de Pérdidas y Ganancias.
- c) Información referida a períodos distintos del ejercicio económico anual.

La proliferación de nuevos documentos contables tiene que ver con el crecimiento de las organizaciones empresariales. A sus gestores de poco les sirve un Balance y una Cuenta de Pérdidas y Ganancias formulados en los términos de la información económico-financiera externa. Los usuarios ajenos a la gestión tampoco reciben todos los datos que precisan si se quiere asegurar la utilidad de la información suministrada para la toma de decisiones, objetivo que preside el marco conceptual hoy en boga.

En efecto, la tarea del contable se centra en sus inicios en la representación del patrimonio empresarial, plasmado en el Balance de situación. Una etapa posterior dedica todos sus esfuerzos a explicar cómo y en cuánto varía ese patrimonio, es decir, en la correcta medición del resultado del ejercicio. El estado contable de atención principal pasa a ser la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La evaluación de la eficiencia, a través del concepto de rentabilidad, impone el estudio conjunto de Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias, que aporta resultados también en el campo

de la representación del equilibrio financiero. Por último, la continua revisión del objetivo de utilidad para la toma de decisiones pone el acento en las funciones de control y en la proliferación de informaciones necesarias para el desenvolvimiento de tales funciones, informaciones que son objeto de determinados tipos de agregación y clasificación.

La creciente competencia, la rapidez de los cambios, la complejidad de los escenarios para la toma de decisiones, son todos ellos factores que han hecho crecer la demanda de información sobre los flujos económicos y financieros de la empresa.

Nos centraremos en el análisis de la formulación e interpretación de los estados de circulación financiera o de variación o flujos de fondos: estado de origen y aplicación de fondos y estado de flujos de tesorería o cash-flow. Como indica Peinó Janeiro, (1993, pp. 320-321), citando a Rivero Romero, "...el área de la Contabilidad de Flujos ofrece la visión de las causas, mediante la concreción de las operaciones que han motivado cada uno de los efectos acumulativos, sobre el patrimonio o el resultado, y se transforma así, en primer término, en el área explicativa y en la base sobre la que pueden decidirse las actuaciones propias de control para llegar a una situación objetiva". Siguiendo al profesor Janeiro, "... uno de los documentos que como tal se elaboran, y que mayor trascendencia ha tenido, es sin duda el llamado Cuadro Cash Flow o Cuadro de Flujos de Tesorería, y esto porque, a pesar de las

limitaciones ya expuestas," -se refiere a las deficiencias de formulación- "el control de la circulación monetaria (dinero legal y bancario) se ha convertido en tema prioritario para las unidades económicas".

1.2 Antecedentes Historicos

Tratado por primera vez en 1908 por William Morse Cole (1915) en su obra "Accounts: Their Construction and Interpretation for Business Men and Students of Affairs", bajo el nombre de "where go-where gone statement", lo cierto es que este autor se refiere como estado de variación de fondos a un formato específico de estado contable complementario de los varios que venían presentado las empresas desde la segunda mitad del siglo XIX. Antecedentes de un estado de flujos como desglose en cobros y pagos de los saldos inicial y final de tesorería los tenemos en las cuentas de la inglesa The Assam Company, en 1862, y la americana The Northern Central Railroad para el año 1863 (Rosen y DeCoster, 1969 p. 125).

La primera constancia escrita del uso de la denominación de estado de origen y aplicación de fondos corresponde a las cuentas de The Missouri Pacific Railway Company, para el ejercicio de 1893, si bien se refería a las variaciones entre el Balance de apertura y el de cierre.

Es H.A. Finney (1921 y 1923), quien comienza a identificar de forma unívoca los estados de variación de fondos con los formatos que informan de la variación del capital circulante, base de su protagonismo posterior como un estado independiente de la mera presentación de variaciones de saldos de Balance.

Hasta la década de los sesenta no faltaron aportaciones sobre enfoques alternativos en la información sobre variaciones de fondos, sin abandonar la idea de representar las variaciones de todas las partidas de Balance, pasando por su restricción a movimientos de partidas monetarias. Se profundizó también sobre la definición de los flujos de capital circulante, no equivalentes en todo caso a las variaciones del saldo de los activos y pasivos de dicha naturaleza recogidos en el Balance. La pluralidad de formatos y enfoques ponía, asimismo, de manifiesto una falta de consenso en cuanto a la interpretación que debía darse a este estado.

En 1961, en los EE.UU., a iniciativa del Accounting Principles Board (APB), Perry Mason elabora el Accounting Research Study (ARS) N° 2, cuyas conclusiones sirvieron de base para la elaboración del Accounting Principles Board Opinion N° 3, regulación que data de 1963, y que se refiere al estado de variación de fondos con el nombre de estado de origen y aplicación de fondos (Kintzele y Kwiatkowski, 1990 p. 47), en un formato que añade a las variaciones de capital circulante ciertas transacciones interempresas con incidencia sobre activos y pasivos permanentes. Se permite igualmente desglosar las

variaciones de activos y pasivos circulantes que no se puedan deducir del resto de estados contables.

De obligatoria formulación por la SEC (Securities and Exchange Commission) para las sociedades cotizadas en los EE.UU desde 1970 (Accounting Series N° 117), el carácter obligatorio de su formulación no se establece de manera general, sin embargo, hasta 1971, a raíz de la aprobación por el American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) de la Accounting Principles Board (APB) Opinion N° 19. Dicho documento opta por la denominación de estado de cambios en la situación financiera, dejando libertad en cuanto a la elección de informar, bien sobre flujos de capital circulante, bien sobre flujos de tesorería:

Tratado a nivel internacional por el International Accounting Standards Committee (IASC), esta institución dedica a la regulación de los estados de variación de fondos su Norma Internacional de Contabilidad (IAS) N° 7. (IASC, 1977 y 1992).

Un año antes, el Centro de Información e Investigaciones sobre las Empresas Transnacionales de la ONU publicaba un informe, bajo la denominación de Establecimiento de Normas Internacionales de Contabilidad y Presentación de Informes para Empresas Transnacionales, el cual incluía como posible contenido mínimo objeto de armonización para tales entes un estado sobre las fuentes y utilización de fondos debido al interés generalizado que existe por esta información, hecho que se refleja en la presentación de estados sobre corrientes de fondos

en un número cada vez mayor de informes de las empresas (Organización de las Naciones Unidas, 1977).

En nuestro país, el primer modelo de representación de flujos financieros registrados a lo largo de un ejercicio fue el Cuadro de Financiamiento propuesto por el Plan General de Contabilidad de 1973, de muy poca difusión, sin embargo. Con anterioridad, algunas empresas cotizadas en Bolsa ya publicaban estados de origen y aplicación de fondos, formulados en la práctica por sus auditores.

1.3 Panorama Normativo Actual

La regulación de los estados de variación de fondos, dejaba en un principio libertad en cuanto a representar la evolución del capital circulante o de la tesorería como principal producto de su formulación. La corriente actual se orienta, sin embargo, hacia la progresiva desaparición del primer enfoque, sustituido por el segundo. Países como Estados Unidos, Canadá, Nueva Zelanda, Australia y Gran Bretaña han adoptado definitivamente el modelo de estado de flujos de tesorería, y otros como Francia lo tienen en vías de implantación (Laínez Gadea, 1993 p. 448).

A) EE.UU y El Resto de Estados Anglosajones

El Financial Accounting Standards Board sustituye en los

Estados Unidos el enfoque del Capital Circulante en la formulación de los estados de fondos a raíz de la aprobación del Statement of Financial Accounting Standards N° 95, sobre el estado de cash flows. Dicho documento fue el resultado final de un trabajo iniciado en diciembre de 1980 por el Memorandum de Discusión en torno al marco conceptual para la información sobre flujos de fondos, liquidez, y flexibilidad financiera (FASB, 1980b), que desembocaría, tras la publicación de sendos borradores en noviembre de 1981 y en diciembre de 1983, en el Concepts Statement N° 5, sobre reconocimiento y medida en los estados financieros de las empresas, donde se concluye la necesidad de que el estado de flujos de tesorería forme parte de las cuentas anuales. Casi simultáneamente, la SEC publicaba un informe en septiembre de 1981 en el que indicaba la necesidad de no basar la información sobre la liquidez de la empresas exclusivamente en el capital circulante, recomendando que se suministrase información sobre predicciones de flujos de tesorería para un horizonte de tres años (Golub y Huffman, 1984 p. 35).

Sentado el marco de objetivos de información a perseguir, el desarrollo del formato de estado de flujos de tesorería tal y como se concibe en el Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 95 fue el fruto de una larga serie de contrastaciones en colaboración con el Financial Executives Institute, recopiladas y hechas públicos por primera vez en el borrador de julio de 1986, su último antecedente.

El SFAS N° 95 deroga a la Opinión N° 19 del Accounting Principles Board, sobre el estado de cambios en la situación financiera, que dejaba indeterminado el concepto de fondo, pero que se interpretó en la mayoría de los casos asimilándolo a fondo de maniobra o capital circulante. Dicha declaración reguladora del estado de flujos de tesorería entró en vigor para los ejercicios cerrados a partir del 15 de julio de 1988 y ha tenido como líneas básicas inspiradoras, como se indicaba anteriormente, el Statement of Financial Accounting Concepts N° 5, sobre captación y medida en los estados financieros de las empresas. Con posterioridad, la aprobación en febrero de 1989 del SFAS N° 102 (FASB 1989a) determinó la exclusión de presentar un estado de flujos de tesorería de acuerdo con el SFAS N° 95 para ciertos fondos de pensiones del personal y para sociedades y fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva; a cambio deben presentar un estado de variación en las inversiones; por tratarse de entidades de inversión en activos de elevada liquidez que no financian sus inversiones con deuda.

En cuanto a la evolución experimentada en otros países del área anglosajona, ya en 1985, el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA, 1985) había modificado en el mismo sentido sus propuestas sobre un estado de cambios en la situación financiera, si bien se quedó a medio camino, dado que plantea la redefinición de los fondos como capital circulante monetario, es decir, derechos de cobro a corto plazo y disponibilidades, netos de deudas a corto plazo.

Casi al mismo tiempo que los EE.UU., El South African Institute of Chartered Accountants aprobaba su AC 118, siguiendo una línea similar al documento canadiense.

También en el Reino Unido e Irlanda el Financial Reporting Standard (FRS) N° 1, emitido por el Accounting Standards Board (ASB) en septiembre de 1991, versa sobre el estado de flujos de tesorería, documento que sustituye al estado de origen y aplicación de fondos regulado por el Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) N° 10. de 1975. Dicha modificación entró en vigor a lo largo del año 92, concretamente para ejercicios cerrados a partir del 23 de marzo. En estos momentos se encuentra en proceso de debate previo a su reforma en aspectos tales como la definición de tesorería y cuasi-tesorería, clasificación de flujos netos y brutos y formato general de presentación.

Nueva Zelanda aprueba su primera regulación sobre estados de flujos de tesorería casi al mismo tiempo que los Estados Unidos, aprobando la New Zealand Society of Accountants (NZSA) su documento sobre Estados de Cash Flow, Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) N° 10, en Octubre de 1987, posteriormente reformado por el Financial Reporting Standard (FRS) N° 10, de 1992.

Por último, en Australia las empresas se rigen al efecto por lo dispuesto en el Accounting Standard N° 1.026 del Australian Accounting Standards Board (AASB 1991).

B) Armonización Contable Internacional: El International Accounting Standards Committee

En todos los casos anteriores se parte de una regulación que daba libertad de elección para la determinación del concepto de fondo, ya fuera capital circulante, tesorería o cualquier otra definición a caballo de las mismas, pasándose actualmente a considerar como única posibilidad la representación de los orígenes y aplicaciones de tesorería, definida ésta en un sentido más o menos amplio.

Un camino paralelo es el seguido por el International Accounting Standards Committee, que ha modificado el contenido de su Norma Internacional de Contabilidad o International Accounting Standard (IAS) N° 7, titulado originalmente como Estado de Cambios en la Situación Financiera, que dejaba libertad para representar las variaciones del capital circulante o los flujos de tesorería del ejercicio¹. Esta norma fue revisada en octubre de 1992, pasando a denominarse a partir de ese momento Estado de Flujos de Tesorería, denominación que deja bien a las claras la decisión de optar por la representación y clasificación de las variaciones de tesorería del ejercicio. Dado que la International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), que acoge a representantes de comisiones del mercado de valores de sesenta y cinco países, acordó adherirse a dicha norma, el estado

¹ Salvo en el caso de economías hiperinflacionarias, en el que el IAS n° 29 (IASC 1989 pár. 31) establece como único enfoque válido el de las variaciones de tesorería y cuasi-tesorería.

de flujos de tesorería así formulado se convierte en un formato alternativo al de las diversas regulaciones locales (IASC, 1993 p. 4). Así, desde junio de 1994, el IASC consiguió que la SEC americana se comprometiera a aceptar como aplicable en los mercados de valores de EE.UU. dicho documento.

C) Las Regulaciones de la Europa Continental

Francia es el país de la Europa continental que mayor atención ha prestado a los estados de circulación financiera. Los precedentes conceptuales de los formatos y enfoques, a diferencia del desarrollo seguido en los países anglosajones, tienen su origen en modelos macroeconómicos de contabilidad y el análisis de flujos económicos y financieros entre diferentes sectores industriales (Forrester, 1995 p. 1). Ya en diciembre de 1968 el Comité de Estudios de Financiación de Empresas de Francia recomendaba la elaboración de un cuadro de financiación que analice los recursos y empleos del fondo de rotación (Riebold, 1972 p. 163). Meses más tarde, en febrero de 1969, la Ordre des Experts Comptables et des Comptables Agréés (OECCA) manifestaba también la necesidad de complementar la información del Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias con la formulación al cierre del ejercicio de un cuadro de financiación en el que se describieran empleos y recursos en un formato plurianual que recogiera datos tanto históricos como previsionales (Mériaux, 1982 p. 30). Los desarrollos doctrinales y oficiales han seguido tradicionalmente el enfoque de variaciones de capital circulante;

así aparece en el modelo propuesto por el Plan Contable de 1982, el cual recomienda su elaboración, si bien, la Ley de 1 de Marzo de 1984 de empresas en dificultades impone su presentación a empresas y grupos de un cierto tamaño. No obstante, en el ámbito profesional, a través de su Recommendation N° 1.22, la propia *Ordre des Experts Comptables et des Comptables Agréés* (OECCA, 1988), supone un enfoque de estado de variación de fondos que informa sobre los flujos de tesorería del ejercicio, en clara sintonía con el modelo del FASB y el IASC (Stolowy, 1991 p. 69). Llama la atención la ubicación propuesta por el *Conseil Supérieur* u *l'Ordre des Experts Comptables*, que abogó por su publicación inmediatamente a continuación del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, y no como un epígrafe más del Anexo o Memoria de las cuentas anuales (Regoli, 1989 p. 11).

La obligatoria formulación de un estado de variación de fondos como el Cuadro de Financiación no responde a imperativo alguno de la IV Directriz de la CEE. Tampoco esta norma hace ninguna indicación sobre la necesidad de presentación, dentro de las cuentas anuales, de un estado de flujos de tesorería. No obstante, la proliferación de regulaciones de estados de variación de fondos se ve amparada por el artículo 2, párrafo 6, por el que se autoriza a los estados miembros a exigir o autorizar la inclusión de otras informaciones no previstas en la propia directriz. La generalidad de empresas europeas, sin embargo, sigue las recomendaciones del IASC, aunque no exista obligatoriedad para su formulación. De hecho la Comisión Europea de Normas de Información Financiera y Contabilidad, dependiente

de la Dirección General XV, presentó en 1994 un documento de trabajo sobre el estado de flujos de tesorería, partiendo de la propia regulación del IASC. Esta normativa está inspirando también los últimos pronunciamientos de asociaciones profesionales, como es el caso de la Comissão de Normalização Contabilística en Portugal, por medio de su Directriz N° 14 (1993), o el documento 4.20 del Consejo Holandés de Información Financiera, también de 1993 (Dijksma, 1995 p. 1). En este país, las sociedades que pretenden acceder al mercado de valores están obligadas a presentar un estado de flujos de tesorería. Son excepciones a esta tendencia Alemania y Bélgica, que se rigen por sus propios criterios de formulación y publicación.

En nuestro país el Estado de Flujos de Tesorería no forma parte de las cuentas anuales. Las variaciones de fondos, tomadas como flujos de capital circulante, se representan en el Cuadro de Financiación, dentro de la Memoria en su formato normal. La única alusión a la obligatoriedad de presentación de un estado que verse sobre la tesorería de la empresa tendría cabida en la referencia que hace el artículo 216 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, donde se establece como requisito para el reparto de dividendos a cuenta la obligatoriedad de formulación de "un estado contable en el que se ponga de manifiesto que existe liquidez suficiente" para llevar a cabo tal distribución anticipada de resultados. Dicho estado, de naturaleza previsional, abarca un período de doce meses, a contar desde la fecha del acuerdo de distribución del dividendo a cuenta, y debe figurar incluido en la Memoria correspondiente al ejercicio en

que tiene lugar el reparto, se entiende que en la nota explicativa de la distribución de resultados. En el campo de las instituciones profesionales, en cambio, y como ha ocurrido en Francia, la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas trabaja en estos momentos en un documento sobre el Estado de Flujos de Tesorería.

D) Los Países Escandinavos y Suiza

Los países nórdicos, exceptuada Dinamarca, han seguido una evolución diferente a la del resto de estados europeos, aproximándose más al modelo de los EE.UU. y las naciones de la Commonwealth. Los estados de flujos tienen un mayor arraigo en la información financiera de estos países, teniendo como origen formulaciones basadas de modo preferente en variaciones de capital circulante, habiéndose sumado desde muy temprano a la iniciativa americana de inclinarse definitivamente por un estado de flujos de tesorería, tomando para ello formulaciones cercanas al modelo americano y al del IASC.

Un ejemplo es Noruega y las recomendaciones de las asociaciones profesionales Norges Statsautoriserte Revisorerers Forening (NSRF), de 1988, y de la Norske Finansanalytikerers Forening (NFF), en el mismo año, si bien la primera propone un estado alternativo que informa separadamente de la variación en el capital circulante (Monsen y Olson, 1995 p. 13). Lo mismo ocurre en Finlandia, en la que la obligación de presentar un

estados de flujos para grandes empresas data de 1978 (Näsi, 1992 p. 736), Una situación similar acontece en Suecia (Heurlin y Peterssohn, 1992 p. 774) y Suiza (Zund, 1992 pp. 832, 843). En este último país, el ARR N° 6, emitido en Mayo de 1992 por la Fundación de Recomendaciones en Información Contable (FER), dependiente del Schweizer Treuhand-Kammer, institución que reúne a profesionales expertos en Contabilidad y Tributación, regula los estados de flujos en la línea del IAS N° 7, habiéndose previsto para el año 1995 la entrada en vigor de su obligatoria formulación para las sociedades con cotización en la Bolsa Suiza (Achleitner, 1995 p. 152-153).

E) Otras Regulaciones: Japón y América Latina

En Japón es obligatorio un estado de flujos para empresas cotizadas de cierto tamaño. Ya desde 1953 se exigía un estado de entradas y salidas de tesorería de carácter previsional, y el Consejo de Deliberación de Contabilidad Financiera del Ministerio de Economía (Business Accounting Deliberation Council of the Ministry of Finance), en su regulación de 1986 (MOF N° 74), exige su inclusión en las cuentas anuales desde 1988 (Olusegun Wallace y Collier, 1991 p. 44). Si bien, dicha obligación solo afecta a los estados individuales de las sociedades matrices de un grupo, no exigiéndose un formato consolidado. La principal singularidad del estado de flujos japonés <<Shikinshushi-hyo>>, cuya traducción literal es cuadro de entradas y salidas de Fondos, consiste en su carácter plurianual, al referirse tanto a los

datos del último ejercicio cerrado y del anterior, los flujos de los seis primeros meses del ejercicio actual y una predicción sobre los flujos esperados para el semestre siguiente (MOF, 1986 par. 1.a). Por lo demás, en lo básico, el formato es parecido al del SFAS N° 95 (Stolowy, 1991 p. 69-70). Sin embargo, es de reseñar que sólo tiene carácter de información suplementaria sobre las empresas cotizadas, pero el Código de Comercio japonés no lo incluye entre los estados que componen las cuentas anuales, no hallándose tampoco sujeto a la obligación de ser auditado (Kamata y otros, 1995 p. 3).

En cuanto a los países iberoamericanos, la cultura contable de los mismos se halla fuertemente ligada a la de los Estados Unidos, llegándose a adscribir a las regulaciones del FASB, como es el caso de la República Dominicana. Otros países que regulan en el ámbito profesional los estados de circulación financiera como estados de flujos de Tesorería son Ecuador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Perú. Sin embargo, Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela mantienen formatos de estados de cambio en la situación financiera, sin obligar expresamente a un enfoque de variaciones de tesorería (Lizcano Alvarez, 1993).

Como resumen, debemos tomar constancia del creciente grado de generalización en la presentación de estados de flujos, con una tendencia hacia la sustitución del estado de flujos de capital circulante por el estado de flujos de tesorería, equiparándose, aunque no totalmente todavía, al Balance y a la

Cuenta de Pérdidas y Ganancias, en cuanto a su naturaleza de estado contable sustantivo (Vergoossen, 1992, pp. 16-17).

1.4 Sustantividad Informativa de los Estados de Flujos de Fondos

De acuerdo con la clasificación recogida en la introducción al tema, nos encontramos ante una tipología de estados contables de circulación financiera que informan sobre las variaciones de fondos producidas en un intervalo de tiempo, normalmente coincidente con el ejercicio económico a que se refieren las cuentas anuales.

Los estados de flujos de fondos, en general, se han desarrollado en el ámbito de estudio de los fenómenos de circulación financiera, y tienen, por tanto, como principal objetivo explicar la evolución del patrimonio y de la estructura financiera de una empresa durante el ejercicio.

La definición que se otorga al término "fondo" ha dado lugar a dos grandes enfoques en cuanto a la formulación y presentación del estado de variación de fondos, a saber: como expresión de variaciones del capital circulante o fondo de maniobra, o como estado representativo de las variaciones sólo de una porción del capital circulante como es la tesorería.

La terminología que la doctrina y la práctica profesional ha ido imponiendo la denominación de estado de flujos de tesorería

o estado de cash-flow a este último enfoque, quedando asimilado el nombre de estado de origen y aplicación de fondos, estado de cambios en la situación financiera o cuadro de financiación, para los formatos que toman como variable de estudio el capital circulante. No obstante, estas denominaciones se han empleado también al hacer alusión a los estados de variación de fondos en general.

Vemos, por tanto, que el enfoque sustancialmente diferente que persiguen los llamados Estado de Origen y Aplicación de Fondos, asimilado a estado de variaciones del circulante, y Estado de Flujos de Tesorería, tiene que ver con el significado dado a la palabra fondo en uno u otro caso.

De todas formas, los estados de variación de fondos cubren el vacío informativo en cuanto a la explicación de las modificaciones registradas durante el ejercicio en las inversiones y fuentes de financiación de la empresa, plasmadas sólo de forma estática en el Balance de situación. En efecto, mientras que el resultado del ejercicio se halla convenientemente explicado en el desglose suministrado por la cuenta de Pérdidas y Ganancias, la inversión realizada en los últimos doce meses, separando el aplicado al circulante del materializado en el activo fijo, así como las fuentes de financiación captadas que han permitido dicho flujo inversor no pueden obtenerse directamente por diferencia entre dos balances consecutivos.

Las dos grandes cifras a determinar en todo Estado de Variación de Fondos han sido, por tanto, la financiación obtenida y la inversión realizada en el ejercicio. El carácter estático del Balance no permite conocer tales datos más que de forma acumulada desde el inicio de la actividad. Como señala el profesor Fernández Peña (1988 p. 185): "Solamente en el primer ejercicio económico de una unidad económica se puede conocer la financiación obtenida y la inversión realizada en el año a través del balance de situación. En años sucesivos la información de estas magnitudes es acumulativa y neta".

Se podría intentar obtener dicha información calculando la diferencia entre las cifras correspondientes a dos balances consecutivos. De esta forma, los incrementos en los saldos de pasivo y las disminuciones en las cuentas de activo reflejarían orígenes de fondos, en tanto que la situación inversa, es decir, disminuciones de pasivo y elevación de los saldos de activo, daría lugar a aplicaciones de fondos. Sin embargo, esta simple sustracción presenta limitaciones para mostrar los flujos financieros de inversión y financiación que se han desarrollado durante el período de referencia; algunas operaciones no son más que meros traspasos contables, sin significación financiera alguna; existen ciertos ingresos y gastos, producto de la aplicación de los principios de correlación de ingresos y gastos o de devengo que constituyen variaciones patrimoniales -flujos de riqueza- pero que no suponen origen o aplicación de recursos en el ejercicio.

La necesidad de realizar una serie de ajustes y eliminaciones sobre las variaciones inicialmente obtenidas para describir acertadamente cuáles han sido los fondos obtenidos y cómo se han materializado éstos en inmovilizado o en partidas de circulante concede naturaleza propia a los estados de variación de fondos frente al Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La necesidad de dar cuenta de dicha información se recoge en los diferentes intentos de desarrollo de los objetivos a perseguir por la formulación de información económico-financiera en el ámbito de la empresa. Así, el FASB, en el Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) N° 1 (FASB, 1978), nos habla de la necesidad de:

1. Proporcionar información que sea útil a los presentes y potenciales inversores y acreedores y otros usuarios para que puedan tomar decisiones racionales de inversión y financiación.
- 2.- Suministrar información que ayude a los inversores, acreedores y otros usuarios para evaluar cantidades, tiempo e incertidumbres de los flujos de tesorería.
- 3.- Suministrar información acerca de los recursos económicos de la empresa, así como de los derechos, créditos y circunstancias que les afecten.

- 4.- Suministrar información acerca del comportamiento financiero de la empresa durante un período.
- 5.- Se considera foco primordial de la información financiera la información sobre el comportamiento de la empresa suministrada por la medida del resultado y sus componentes.
- 6.- Suministrar información sobre la forma en que una empresa genera y utiliza sus medios líquidos.
- 7.- Suministrar información que permita evaluar la responsabilidad de la dirección de la empresa frente a los propietarios.
- 8.- Suministrar explicaciones e interpretaciones que permitan a los usuarios comprender la información financiera suministrada.

Entre esos ocho objetivos, los números dos, cuatro, y seis se refieren directamente a la necesidad de informar de los flujos de fondos de la empresa.

1.5 Reconocimiento y Medida de los Flujos: Principio de Devengo y Principio de Caja

En su orientación de información sobre flujos de tesorería, la contabilización de tales flujos se ha propuesto también como una alternativa a la determinación del beneficio empresarial, determinado éste en base al principio del devengo.

Montesinos, García y Vela (1989 p. 210), en una obra citada por Cea García (1993, pp. 19-20), señalan que el principio del devengo se ha impuesto en la determinación del resultado contable periódico de las empresas lucrativas, pero su determinación en base al registro de cobros y pagos -principio de caja- es el utilizado por las entidades administrativas y otras instituciones no lucrativas.

El principio de devengo, por tanto, no es la única solución teórica posible; Barry Hicks (1981 p. 30) clasifica los sistemas contables básicos de reconocimiento y medida en:

- a) La Contabilidad basada en el reconocimiento y medida de transacciones que han implicado un cobro o un pago en un período de tiempo dado (<<The Cash Basis of Accounting>>).
- b) La Contabilidad basada en el reconocimiento y medida no solo de cobros y pagos, sino de derechos de cobro y obligaciones de pago, los cuales derivarán probablemente en flujos de caja futuros (<<The Accrual Basis of Accounting>>).

- c) La Contabilidad basada en el reconocimiento y medida de todos los flujos de caja presentes y futuros, lo que obliga a tener en cuenta el valor de realización de los activos actuales de la empresa o el de reposición de los mismos (<<The Cash Flow Basis of Accounting>>).
- d) La Contabilidad basada en el reparto o devengo a lo largo de los ejercicios en que se divide la vida de la empresa de los flujos de caja que se derivan de las transacciones actuales y futuras de la misma. (<<The Allocation Basis of Accounting>>). Implica tomar flujos de caja reales, asignándolos temporalmente a varios períodos, en una división que conduce a que las diferentes partes ya no representen verdaderos cobros y pagos, o incluso imputar tales flujos a ejercicios distintos a aquéllos en que se registró efectivamente el cobro o pago. Los criterios de asignación temporal se basan en el principio de correlación de ingresos y gastos, vínculo cuya importancia es puesta de manifiesto ya por Paton y Littleton (1940), pero que en realidad es una aportación de Schmalenbach (1926).

Se puede asociar un determinado estado contable de flujos a cada una de las propuestas anteriores, referidas a un ejercicio en concreto. Así, para la alternativa (a) el documento contable básico sería un estado de entradas y salidas de tesorería (estado de flujos de tesorería) que da primacía al principio de registro.

En cuanto a la alternativa (b), los flujos representarían en general variaciones en partidas monetarias, pero sin distinguir plazo alguno en la realización de derechos de cobro y obligaciones de pago. Lo asociaríamos, por tanto, a un estado de flujos de inversión y financiación.

La alternativa (c), implicaría combinar el estado anterior con el reflejo de actualizaciones de valor de partidas no monetarias, lo que daría un tipo de estado del cual no se encuentra ejemplo alguno, pero que atendería a las sugerencias de Lawson (1985 p. 101) en torno a la inclusión de información periódica sobre el valor de mercado de la empresa, desglosado en valor de la deuda y valor actual para los accionistas. Alan Robb lo denomina estado de flujos de caja realizados y realizables (1995 p. 14), sin embargo, en base al principio de gestión continuada, no es afortunado quizá el uso de la palabra realizable para referirse al valor actual del inmovilizado material, por ejemplo. Alternativamente, Thomas Lee (1984a pp. 52-55) propone la separación de los flujos de caja realizados de lo que éste autor denomina estado de beneficios realizables, en el que se registran las variaciones de valor de los activos, distinguiendo a tal efecto entre activos realizados (tesorería), activos de fácil realización, activos de difícil realización y activos no realizables. Lee, por tanto, se refiere a un concepto más restrictivo de valor: de realización, en vez de valor de mercado.

Por último, la alternativa (d) se corresponde con una cuenta de Pérdidas y Ganancias, que ofrece una determinada cifra de beneficio, en su sentido contable, sujeto al mecanismo de distribución temporal de los flujos, así como a la inclusión o no de ganancias potenciales, derivadas del criterio a adoptar en la valoración de los activos.

En realidad el registro de flujos de tesorería -cobros y pagos- es el único componente común a las cuatro alternativas. Así, el beneficio económico que aspira a medir la alternativa (c) se diferencia del beneficio contable, medido como resultado de la alternativa (d), en la valoración de los activos, bien a su valor actual, bien a su coste histórico.

Las últimas líneas son comunes para el reconocimiento y medida de flujos realizables, libres del problema de la asignación temporal. Para ello, en la hipótesis de una unidad monetaria estable, tendríamos las siguientes alternativas:

1. Coste de reposición. (CR)
2. Valor neto de realización (VR)
3. Valor económico o de capitalización de los beneficios futuros esperados. (VC) ²

2

$$VC = \sum_{j=1}^n B_j \times (1+i)^{-j}$$

B_j: Beneficio esperado para el período j
i: Tasa de descuento

La valoración del activo debe corresponder con el mínimo quebranto sufrido por la empresa en el supuesto de verse privado del bien, lo que se denomina como valor de privación o valor para el negocio, si bien, su definición original, debida a Bonbright, fue la de valor para el propietario. (Giner Inchausti, 1991a, p. 37).

Si, por ejemplo, la empresa se viera privada de un activo cuyo coste de reposición es de 100 u.m. y cuyo valor neto de realización es de 40 u.m., siendo éste equivalente a su valor económico, la menor pérdida soportada por la empresa es este último importe, pero si el valor actual de los rendimientos futuros, esto es, el valor económico, es de 200 u.m., la empresa, si se viera privada del bien, adoptaría como decisión racional su reposición, dado que los rendimientos futuros son mayores, así que bajo este segundo supuesto el valor de privación coincidiría con el coste de reposición.

El valor de privación se definiría, por tanto, como el menor del coste de reposición o los rendimientos futuros derivados de la posesión del bien. Tales rendimientos futuros serán iguales al mayor del valor neto de realización o el valor económico o de capitalización.

La elección entre uno u otro dependerá de la comparación entre las respectivas valoraciones. Tendremos las siguientes posibilidades:

1. $CR < VR < VC \Rightarrow$ Valor de privación: CR
2. $CR < VC < VC \Rightarrow$ Valor de privación: CR
3. $VR < CR < VC \Rightarrow$ Valor de privación: CR
4. $VR < VC < CR \Rightarrow$ Valor de privación: VC
5. $VC < CR < VR \Rightarrow$ Valor de privación: CR
6. $VC < VR < CR \Rightarrow$ Valor de privación: VR

Resumiendo lo anterior, en general valoraríamos los activos a su coste de reposición, salvo que éste sea mayor que el valor de realización y el valor de capitalización, en cuyo caso se tomará el mayor entre ambos.

La contabilidad en base al principio de caja se ha planteado modernamente como una alternativa al principio de devengo, principalmente desde el punto de vista de los analistas de valores (Belkaoui, 1992 p. 421). La información interesa de forma diferente a accionistas individuales, sin la debida preparación para entender los estados contables, y a los intermediarios en el mercado de valores, más preocupados por información financiera de tipo prospectivo.

Barbara Thomas, citada por Belkaoui (1992 p. 422) pone de manifiesto las debilidades del principio del devengo, señalando que la búsqueda de criterios de asignación temporal carecen de sentido, planteando como alternativa la valoración a coste actual y la información financiera referida a activos realizables netos y a la contabilización de flujos de caja.

El concepto de beneficio económico se asocia a la suma de los cobros recibidos por el inversor (dividendos), más la variación en el valor actual de los flujos de caja futuros (Beaver, 1989 p. 64). El beneficio determinado conforme al principio de devengo sólo puede considerarse una aproximación a dicho valor, determinado por el mercado, a un coste razonable, por encima de la mera publicación de flujos de tesorería (Beaver, 1989 p. 98). "En este sentido, el proceso contable podría ser visto como un intento de subrogarse en el proceso de valoración" (Beaver, 1989 p. 100).

Las críticas al principio de devengo se basan en que los diferentes criterios de asignación temporal son arbitrarios. Cuanto más numerosos, los estados contables se convierten en documentos poco verificables al informar de expectativas, más allá de las transacciones realmente producidas. Sin embargo, la situación financiera actual, que deriva en el cómputo del valor real del patrimonio neto, es consecuencia de la agregación de flujos de caja presentes y futuros. Aquí es donde no llega un estados de flujos de tesorería históricos, cuya utilidad radica en el estudio de la liquidez. La aportación sobre flujos ex-post se limita a su empleo para la predicción de flujos de caja futuros o potenciales, sobre los cuales descansa la evaluación de la riqueza generada por la empresa, pero liquidez y riqueza son dos conceptos que no deben confundirse (Staubus, 1989 p. 168).

La imposición del principio de devengo sobre el principio de caja separa el concepto de excedente económico producido por la

empresa en un determinado período del de excedente monetario referido al mismo intervalo de tiempo. Como indica el profesor Cea (1993, p. 20): "la verdadera causa de la renta empresarial sería la existencia de un diferencial de valor económico en las corrientes reales de bienes y servicios de signo opuesto y existiendo esto, antes o después, ello se traducirá en el cómputo del correspondiente excedente monetario, más no necesariamente tendría que existir simultaneidad o concordancia temporal entre el excedente económico y el excedente monetario que tal excedente económico habrá de acarrear para la empresa".

2. Formulación de los Estados de Flujos de Fondos: Enfoques

2.1 Cuentas de Flujos y Cuentas de SalDOS

Los flujos de fondos del ejercicio pueden registrarse directamente, lo que implicaría la utilización de cuentas de flujos. Una vez definido el concepto de fondo, tendríamos para ello dos alternativas:

- a) Realizar una ordenación y clasificación de los distintos flujos de la variable que sirve como enfoque (ordenando, por ejemplo, los cargos y abonos de un mayor de tesorería, o del activo y el pasivo circulante).

- b) Derivar los flujos anteriores indirectamente a partir de los flujos del resto de partidas del Balance, exceptuada la tesorería o, en su caso, los activos y pasivos circulantes.

La primera solución es coherente con un sistema de planificación contable basado en cuentas de flujos, con lo cual un estado de flujos global es el producto directo del proceso de formulación de la información contable. Como subproceso acumulativo surgiría el Balance de situación a una fecha dada.

Lo anterior es neutro ante cualquier sistema de reconocimiento y medición: llámese principio de devengo o principio de caja.

Dotar de utilidad a un estado de flujos implica una posterior subdivisión, la cual tiene que ver con el sistema de registro y medición. De la aplicación del principio de devengo se deriva la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, que informa del flujo de riqueza generado en un determinado período de acuerdo con los principios contables sometidos al de devengo. Es decir, el principio de devengo implica tomar como fondo el patrimonio neto.

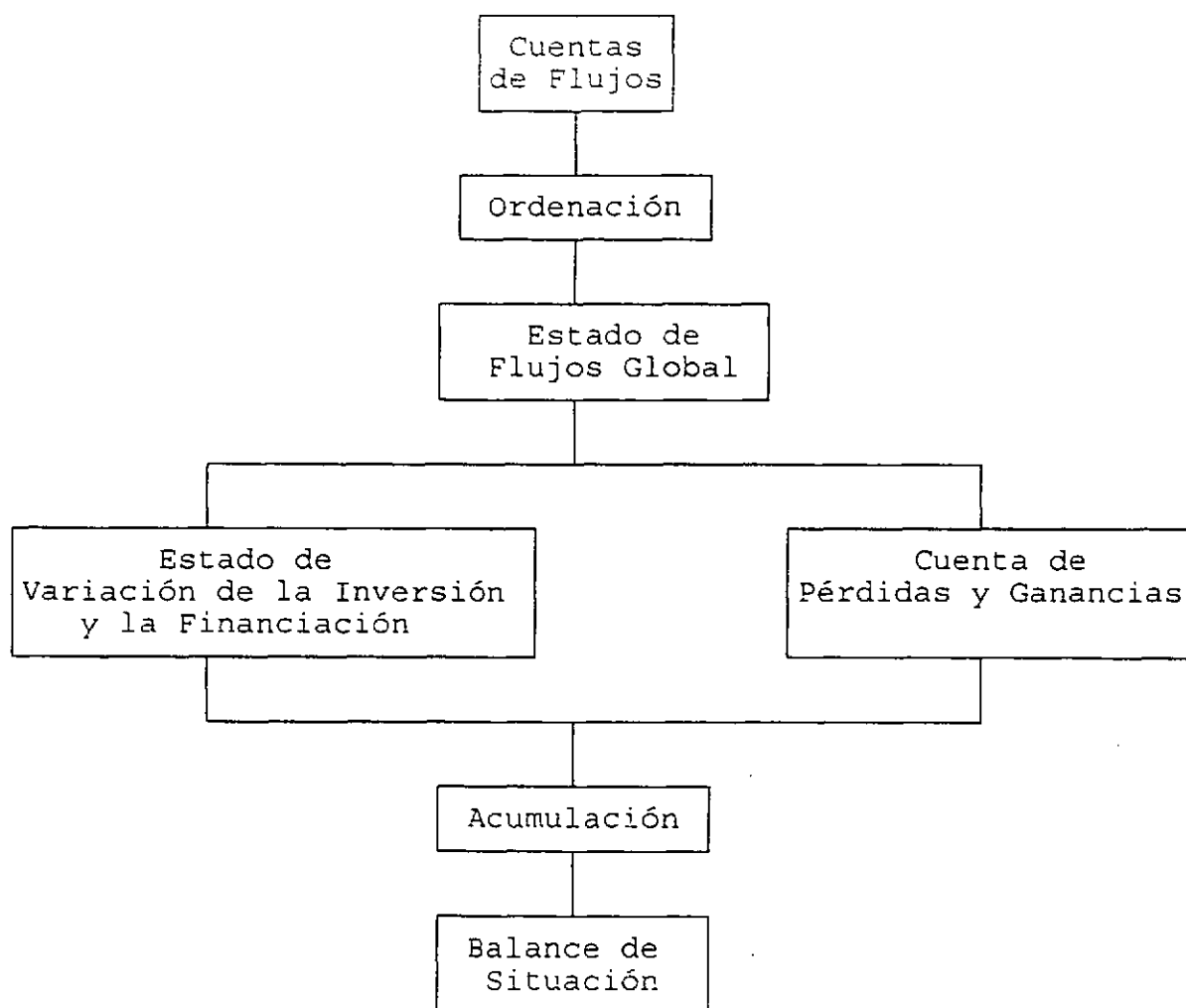
Existirán, no obstante, una serie de operaciones de inversión y financiación que no afecten al resultado, al menos de forma inmediata y cuyo reflejo pueda ser importante. Nos referimos, por ejemplo, a las compras de inmovilizado y de inversiones financieras temporales, o a la obtención de fuentes de financiación externa, propias o ajenas, y al posterior

reembolso de las cantidades aportadas.

La acumulación de las dos clases de flujos anteriores desde el inicio de la actividad de una empresa configuran su Balance de situación a una fecha dada.

Sirva como aclaración resumida de lo anterior el esquema recogido en la página siguiente.

La prevalencia tradicional del Balance de situación en el desarrollo de la información financiera ha determinado, sin embargo, que la planificación contable parta de la codificación de cuentas fondo, desglosadas tan sólo a nivel del saldo de pérdidas y ganancias. Ello explica que los estados de circulación financiera, en sentido contrario, se deriven también de las diferencias entre balances consecutivos.



Representando los balances de los ejercicios inicial (año 0) y final (año 1), mediante las siguientes expresiones:

$$AF_j + EX_j + CL_j + IT_0 + TS_j = CA_j + PyG_j + PL_j + PC_0 + PR_0 \quad (i)$$

$$AF_j + EX_j + CL_j + IT_1 + TS_j = CA_j + PyG_j + PL_j + PC_1 + PR_1 \quad (ii)$$

donde:

AF_j : Inmovilizado al cierre del ejercicio j

EX_j : Existencias al cierre del ejercicio j

CL_j : Créditos de explotación al cierre del ejercicio j

IT_j : Inversiones financieras temporales del ejercicio j
 TS_j : Tesorería al cierre del ejercicio j
 CA_j : Financiación propia al cierre del ejercicio j ,
 excepto resultados del ejercicio
 PyG_j : Resultado del ejercicio j
 PL_j : Pasivo ajeno a la explotación a largo plazo al
 cierre de j
 PC_j : Pasivo ajeno a la explotación a corto plazo a
 cierre de j
 PR_j : Pasivo de la explotación a corto plazo al cierre
 del ejercicio j

Ahora bien, podríamos representar el balance del año 1 en función de las cifras del año anterior, añadiendo a éstas últimas los incrementos en los respectivos saldos y restando las correspondientes disminuciones registradas a lo largo del ejercicio final. Se tendría, por tanto, para cada masa patrimonial:

$$AF_1 = AF_0 + \Delta AF - \delta AF$$

$$EX_1 = EX_0 + \Delta EX - \delta EX$$

$$CL_1 = CL_0 + \Delta CL - \delta CL$$

$$IT_1 = IT_0 + \Delta IT - \delta IT$$

$$TS_1 = TS_0 + \Delta TS - \delta TS$$

$$CA_1 = CA_0 + \Delta CA - \delta CA$$

$$PyG_1 = PyG_0 + \Delta PyG - \delta PyG$$

$$PL_1 = PL_0 + \Delta PL - \delta PL$$

$$PC_1 = PC_0 + \Delta PC - \delta PC$$

$$PR_1 = PR_0 + \Delta PR - \delta PR$$

Donde el segundo sumando del lado derecho de las igualdades anteriores representa los respectivos incrementos brutos de inmovilizado, existencias, clientes, tesorería, capital, reservas, pérdidas y ganancias, deudas no comerciales a largo y a corto plazo y deudas con proveedores.

El tercer sumando, también del lado derecho, indica las disminuciones brutas en valor absoluto registradas en tales partidas durante dicho período.

Sustituyendo en la ecuación (ii), que recordemos representa el Balance de situación al cierre del año 1, los valores de dicho ejercicio en función de los del año 0, tendríamos la ecuación (iii):

$$\begin{aligned} AF_1 + \Delta AF - \delta AF + EX_1 + \Delta EX - \delta EX + CL_1 + \Delta CL - \delta CL + IT_1 + \Delta IT - \delta IT + TS_1 + \Delta TS - \delta TS &= \\ CA_1 + \Delta CA - \delta CA + PyG_1 + \Delta PyG - \delta PyG + PL_1 + \Delta PL - \delta PL + PC_1 + \Delta PC - \delta PC + PR_1 + \Delta PR - \delta PR \end{aligned}$$

La igualdad anterior sigue representando el balance del año 1. Pero si le restamos la ecuación (i), que representa el balance al cierre del ejercicio inicial, obtendremos las variaciones de saldo que tienen lugar en las diferentes masas patrimoniales a lo largo del ejercicio final (año 1).

$$(iii) - (i) = (iv);$$

$$\begin{aligned} \Delta AF - \delta AF + \Delta EX - \delta EX + \Delta CL - \delta CL + \Delta IT - \delta IT + \Delta TS - \delta TS &= \Delta CA - \delta CA + \Delta PyG - \delta PyG + \Delta PL - \\ \delta PL + \Delta PC - \delta PC + \Delta PR - \delta PR \end{aligned}$$

Cambiando de miembro los sumandos precedidos de signo menos se llegaría a la siguiente expresión (v):

$$\begin{aligned} \Delta AF + \Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR = \\ \Delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR + \delta AF + \delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS \end{aligned}$$

Donde,

$$\begin{aligned} \Delta AF + \Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR : \Sigma APT \\ \Delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR + \delta AF + \delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS : \Sigma ORT \end{aligned}$$

En el primer miembro tenemos las variaciones que constituyen aplicación de fondos a lo largo del período considerado (ΣAPT): incrementos de activo fijo y de activo circulante (existencias, clientes y tesorería) y disminuciones de neto (capital, reservas y resultados), pasivo financiero (a largo y a corto plazo) y proveedores. A la derecha se sitúan, en cambio, las fuentes de financiación captadas u orígenes de fondos en el año 1 (ΣORT): incrementos de neto y pasivo exigible y disminuciones de activo fijo y de activo circulante.

Lo anterior se podría recoger en la siguiente hoja de trabajo, que derivaría en un formato de cuenta:

CUENTAS	BALANCES		VARIACIONES TOTALES	
	1	0	APLICACION	ORIGEN

<u>ACTIVO:</u>				
	AF ₁	AF ₀	ΔAF	δAF
	EX ₁	EX ₀	ΔEX	δEX
	CL ₁	CL ₀	ΔCL	δCL
	IT ₁	IT ₀	ΔIT	δIT
	TS ₁	CL ₀	ΔTS	δTS
<u>PASIVO:</u>				
	CA ₁	CA ₀	δCA	ΔCA
	PyG ₁	PyG ₀	δPyG	ΔPyG
	PL ₁	PL ₀	δPL	ΔPL
	PC ₁	PC ₀	δPC	ΔPC
	PR ₁	PR ₀	δPR	ΔPR

			ΣAPT	= ΣORT

2.2 Discusión sobre el Concepto de Fondo

El proceso de presentación de estados de flujos ha seguido un camino que ha llevado a entremezclar en el Balance la acumulación de los flujos de resultados y los flujos de capital. La presentación de los estados de flujos, sin embargo, ha procurado de siempre separar los primeros de los segundos. Fruto de ello es la presentación separada de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y de los estados de circulación financiera, para los cuales se ha reservado tradicionalmente la denominación de estados de variación de fondos o estados de flujos. Tal separación ha permitido incorporar bases de reconocimiento y medida distintas del principio del devengo y que pasan por definir la palabra "fondo". El origen de ello se basa en la necesidad de generar información no sólo sobre el rendimiento económico de la empresa, sino también sobre su solvencia.

Como ya se ha comentado, tanto la primera redacción de la Norma Internacional de Contabilidad (IAS) N° 7 como la APB Opinion N° 19 lo asociaban bien a variaciones de tesorería, bien a variaciones del fondo de maniobra o capital circulante. (IASC, 1977, par. 4).

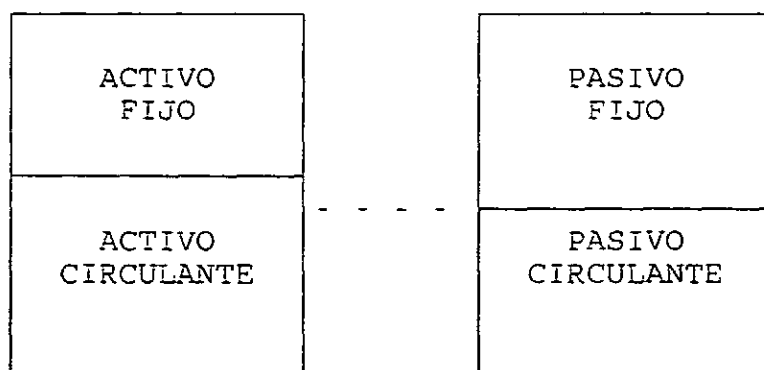
Un estado de flujos que informe sobre las variaciones de capital circulante, entendido éste como la diferencia entre activos y pasivos circulantes, implica prescindir de criterios de asignación temporal del consumo de activos no realizables en el marco del ciclo de explotación de la empresa, lo que evita el cómputo de amortizaciones y dotaciones a provisiones, éstas últimas, al menos, en lo que respecta al largo plazo. No se puede dejar de tener en cuenta, sin embargo, los criterios de imputación de costes necesarios para la valoración de las existencias y, por lo demás, se consideran tanto los cobros y pagos efectuados como el nacimiento y la extinción de derechos de cobro y obligaciones de pago.

Un estado de flujos de tesorería, en cambio, se corresponde con un sistema contable basado exclusivamente en el principio de caja. Recoge, por tanto, cobros y pagos efectuados en el período de referencia.

2.3 El Capital Circulante: Aceptaciones

En toda actividad empresarial podemos distinguir un doble ámbito de decisión a largo y a corto plazo. El primero tiene que ver con el establecimiento de una estrategia en base a la cual se determina la dimensión de la estructura productiva permanente y la forma de financiar la misma. El ciclo de explotación a corto plazo, sin embargo, se refiere a las tareas de aprovisionamiento o acopio de factores; fabricación, en el supuesto más general de una empresa con fase de transformación; y comercialización o venta del producto terminado.

En los diversos formatos de Balance de situación se persigue precisamente aislar las partidas que nacen de uno u otro ámbito, tarea más sencilla de lograr en el activo, que del lado de las fuentes de financiación, cuyo uso muchas veces se confunde en cuanto a su asignación a un determinado tipo de inversiones. Así, esquemáticamente, todo balance puede ser dividido en cuatro partidas fundamentales, a saber, activo fijo, activo circulante, pasivo fijo y pasivo circulante.



El Activo Fijo recogería el inmovilizado, las inversiones necesarias para llevar a cabo la actividad de la empresa cuya permanencia supera a la duración del ejercicio económico, entendida la misma, en principio, como la duración del ciclo de explotación a corto plazo.

En correspondencia, el pasivo fijo, se refiere a los capitales permanentes, propios o ajenos con vencimiento superior al período de tiempo que comprende dicho ejercicio.

El activo circulante incluiría aquellas partidas cuya finalidad es integrarse (consumirse) en el ciclo de gestión o explotación (ciclo dinero - mercancías - dinero) para su realización en efectivo al término de dicho proceso. También puede ser definido por exclusión de todo lo que no sea activo fijo, tal y como hace la IV Directriz (art. 15), pero haciendo la observación de que dicha división entre activo inmovilizado y activo circulante "se determinará por el destino de tales elementos". (art. 15.1.)

En cuanto al pasivo circulante, recogería las obligaciones derivadas de los elementos incluidos en el activo circulante. Más concretamente, se trataría de agregar bajo tal definición a los pasivos cuya cancelación se produzca previsiblemente con cargo a activos circulantes o mediante su sustitución por otros pasivos circulantes (AICPA, 1970 par. 198).

Se trata la anterior de una clasificación de carácter funcional, es decir, tiene que ver con el plano estratégico o de gestión corriente de la empresa del que nacen los hechos económicos registrados en tales partidas. Así, dentro del circulante aparecen cuentas de existencias, deudores y acreedores comerciales, y tesorería, que proceden de esa tarea diaria a desarrollar por la empresa en cumplimiento de su objeto social cuyo nacimiento y cancelación o vencimiento se produce durante un espacio de tiempo no superior al transcurrido entre la inversión de una unidad monetaria en el ciclo de explotación (compra-transformación-venta) y su recuperación mediante la venta y cobro del producto terminado. Dicho intervalo, denominado período medio de maduración de la empresa, serviría, por tanto, de criterio objetivo para la clasificación funcional de las partidas del balance, distinguiendo partidas permanentes y circulantes.

El capital circulante, activo circulante menos pasivo circulante, quedaría definido por el contenido de minuyendo y sustraendo, esto es, por aquellos elementos "...cuyo período normal de liquidación, es decir, de conversión en disponibilidades metálicas, es igual o inferior al período medio o de maduración de la empresa" (Fernández Pirla, 1972 p. 80).

Dado que la información económico-financiera externa trata de ser de utilidad para la toma de decisiones de los diferentes usuarios de la misma (accionistas actuales y potenciales, acreedores, clientes, competidores, trabajadores, Estado, etc.), siendo uno de los requisitos a cumplir por los estados económico-

financieros el de su comparabilidad y consistencia, aún a costa de perder relevancia y hacer disminuir la fidelidad del modelo simplificado de la realidad a representar, los formatos de cuentas anuales no hacen uso de este criterio de clasificación funcional, debido a los diferentes períodos de maduración registrados por las empresas, así como su falta de estabilidad en el tiempo, al encontrarse sometida a decisiones técnicas y de gestión financiera que pueden alterar la duración de dicho período de un ejercicio para otro.

El criterio de definición alternativo prima la medición de la solvencia exclusivamente y consiste en el establecimiento de un plazo arbitrario que separe circulante de no circulante coincidente con la duración del año natural, común para todas las empresas, salvo para sectores productivos específicos con períodos de maduración superiores a los doce meses. (López Díaz, y Menéndez Menéndez, 1991, pp. 78-84). Por lo tanto, como indica en su explicación el IAS N° 13 (IASB, 1979 par. 6), "... la clasificación de una partida como circulante o no circulante se basa más en convenciones que sobre ninguna otra base conceptual".

2.3.1 Capital Circulante Necesario. Determinación

La búsqueda del correcto equilibrio estático y dinámico entre la remuneración de las fuentes de financiación y los retornos de las inversiones supone que, siendo el período de maduración positivo, es decir, transcurriendo un determinado

lapso de tiempo entre que se invierten recursos en el proceso productivo y se recupera la inversión mediante el cobro de la producción vendida, sea preciso que las inversiones permanentes deban hallarse cubiertas en su totalidad con fuentes de financiación propias o exigibles a largo plazo (pasivo fijo). Las inversiones permanentes se refieren al activo fijo, pero también a aquéllos saldos necesarios de existencias y clientes, netas de los créditos de provisión, que figurarán en todo momento en el Balance. Se deduce, por tanto, que debe existir un exceso de capitales permanentes sobre el activo fijo, exceso que se denomina capital circulante o fondo de maniobra, cuya cuantía necesaria se relaciona de modo directo con el período de maduración. La otra cara de la misma moneda consiste en que los recursos líquidos aportados por la materialización en tesorería de los activos circulantes deben ser suficientes para atender al pago de las deudas recogidas en el pasivo circulante.

Tradicionalmente el capital circulante necesario es el compuesto por la suma de saldos de existencias y créditos comerciales, partidas de las que se resta el saldo de proveedores.

El empleo del concepto de capital circulante necesario tiene su origen en la década de los 50, como fruto de los estudios sobre el crecimiento equilibrado de las empresas desarrollados en Francia (Guyon y Usunier, 1982 p. 19). El exceso de fuentes de financiación permanente sobre las inversiones en inmovilizado - capital circulante real- tiene que ser suficiente como para

cubrir dicho capital circulante necesario. La gestión de la empresa se desarrolla a un doble nivel, de las operaciones típicas (gestión de stocks, políticas de cobro y pago), y de operaciones de inversión y financiación, las cuales determinan la disponibilidad de recursos permanentes. Ante la existencia de una insuficiencia de fuentes de financiación estables, por tanto, la empresa puede, en principio, actuar bien sobre los saldos necesarios de existencias, clientes o proveedores, bien emitiendo títulos de deuda o participaciones en el capital, o reduciendo su activo inmovilizado.³

El estudio de las variaciones del ejercicio en los recursos permanentes y el inmovilizado, y su repercusión sobre la cuantía global del capital circulante tiene gran importancia por tratarse ésta de una información relevante para el análisis del equilibrio financiero de la empresa (Albouy, 1987 pp. 5-6). El mantenimiento de dicho equilibrio depende no tanto de alcanzar un determinado montante de capital circulante en un momento dado, o incluso de forma permanente, sino de la relación continua que se establece entre activos y pasivos circulantes.

Debemos tener en cuenta que una determinada cifra de capital circulante se refiere a un instante dado, es decir, se trata de un fondo. Lo que trata de explicar un estado de flujos de capital circulante es el por qué de la variación de dicho fondo, ya que,

³ En realidad parte del saldo necesario de clientes se encuentra financiado ya por el beneficio incorporado al precio de venta (Contreras Mora, 1993 p. 139).

citando a los profesores Cañibano y Bueno (1983 p. 40), "... no se deduce del mismo la riqueza total de la empresa, sino solamente las variaciones que se han ocasionado en la misma. El fondo de maniobra, bajo este prisma estático, no será sino una porción de esta riqueza que, de acuerdo con lo ya indicado, podremos identificar con las inversiones circulantes: dinero, otros activos financieros y existencias, menos los pasivos financieros de naturaleza corriente".

La cifra necesaria del capital circulante de la empresa depende del tiempo de recuperación de la inversión monetaria en materias primas o mercaderías mediante el cobro de los productos vendidos. Cuanto mayor sea la duración de dicho ciclo, más elevada será la inversión inmovilizada en partidas de activo circulante. No se puede, por tanto, dar por buena sin más una determinada cifra de capital circulante, desde un punto de vista de análisis de solvencia, dado que el período medio de maduración de la empresa puede incluso ser negativo, como ocurre con el negocio de la distribución al por menor de bienes de elevada rotación. Además, se debe tener en cuenta una posible estacionalidad en la actividad de la empresa. Explicado por Fondevila (1986 p. 100), "se justifica plenamente que una empresa cuyo ciclo comercial es de temporada, mantenga, dentro de ciertos límites de prudencia, un fondo de maniobra negativo durante la época de comprar y producir para stocks (financiados con recursos ajenos a corto plazo de proveedores y bancos), sin que por ello podamos diagnosticar una mala situación financiera".

El análisis global del capital circulante tiene la virtud de resumir en una única cifra la inversión en las partidas del ciclo de explotación, haciendo caso omiso de las continuas sustituciones que tienen lugar entre las mismas. Pero, en palabras de Brealey y Myers (1988 p. 692), "...su fuerza es también su debilidad, pues la cifra del fondo de maniobra esconde mucha información interesante". En efecto, los diversos componentes del capital circulante poseen distintos grados de riesgo y liquidez.

El capital circulante necesario es el resultado de la suma algebraica de activos y pasivos circulantes, variables fondo cuya determinación atiende a dos clases de datos, a saber (Grenier, 1987 p.36):

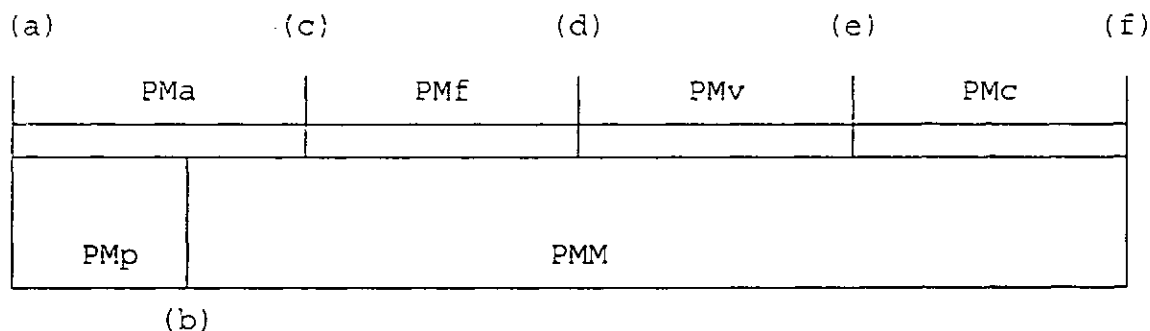
- a) Los flujos que nutren y vacían tales fondos.
- b) El retardo que se produce entre los flujos de entrada y los flujos de salida.

En cuanto a los flujos, nos basta con conocer uno de los dos, de entrada o de salida, pudiéndose determinar el uno a partir del otro. La relación entre flujos y fondos que se puede establecer es la siguiente:

<u>Flujo de entrada</u>	<u>Flujo de salida</u>	<u>Fondo</u>
Compras de Materias Primas Variación de Existencias de Materias Primas	Consumos de Materias Primas	Existencias de Materias Primas
Consumo de Materias Primas Otros costos de fabricación	Coste de la Producción Terminada en el Ejercicio	Existencias de Productos en Curso y Semiterminados
Coste de la Producción Terminada en el Ejercicio Variación de Existencias de Productos en Curso y Semiterminados	Coste de Ventas	Existencias de Productos Terminados
Ventas	Cobros por Ventas	Saldo de Clientes
Compras	Pagos por Compras	Saldo de Proveedores

La acumulación de retardos entre los flujos de entrada y salida del activo circulante, menos el retardo que conduce a la acumulación de fondos de pasivo circulante determina el período medio de maduración de la empresa.

En el supuesto más genérico, para una empresa con actividad industrial dicho período se podría representar mediante el siguiente esquema:



El Período Medio o de Maduración se divide así en una serie de subperíodos:

PMA: Período Medio de Aprovisionamiento

Tiempo que transcurre por término medio entre la compra de materias primas y otros elementos incorporables (a) y su entrada en la línea de producción (c).

PMf: Período Medio de Fabricación

Tiempo que transcurre por término medio entre la entrada de inputs en la fábrica (c) y su salida como producto terminado (d). Coincide con la duración media del proceso de transformación.

PMv: Período Medio de Venta

Tiempo que transcurre por término medio desde la salida del output desde la fábrica y su ingreso en el almacén de productos terminados (d) hasta el momento de su salida de la empresa como consecuencia de la venta (e).

PMc: Período Medio de Cobro

Tiempo que transcurre por término medio entre la venta del producto terminado (e) y su cobro de clientes (f).

PMp: Período Medio de Pago

Tiempo que transcurre por término medio entre la compra de materias primas (a) y su pago a los proveedores (b).

Si tenemos en cuenta la financiación de los proveedores, el momento de la inversión se retrasa en función del aplazamiento en el pago a los proveedores, de forma que se reduce el Período de Maduración, que sería el resultado de restar el período medio de

pago a la suma de los cuatro primeros subperíodos.

$$PM(F) = PMA + PMf + PMv + PMc - PMp$$

PM(F) : Período Medio o de Maduración Fianciario

En base a la duración de los diferentes subperíodos identificados en el ciclo de explotación, expresados éstos en días, los saldos medios de las diferentes partidas de capital circulante se suelen determinar con las siguientes expresiones:

$$\text{Saldo medio de materias Primas} = PMA \times \frac{\text{Consumo anual de M.P.}}{365 \text{ días}}$$

$$\text{Saldo medio de pdtos. en curso} = PMf \times \frac{\text{Coste prod. terminada}}{365 \text{ días}}$$

$$\text{Saldo medio de pdtos. terminados} = PMv \times \frac{\text{Coste de ventas}}{365 \text{ días}}$$

$$\text{Saldo medio de cdtos. comerciales} = PMc \times \frac{\text{Ventas}}{365 \text{ días}}$$

$$\text{Saldo medio de deudas comerciales} = PMp \times \frac{\text{Compras}}{365 \text{ días}}$$

Siendo:

MP: Saldo medio de materias primas

PC: Saldo medio de productos en curso
 PT: Saldo medio de productos terminados
 CL: Saldo medio de créditos comerciales
 PR: Saldo medio de deudas comerciales

Se tendrá:

$$(MP + PC + PT + CL) - PR = CCm$$

$(MP + PC + PT + CL)$ es el Activo Circulante mínimo

PR es el Pasivo Circulante mínimo o permanente

CCm es el Capital Circulante necesario

El conocimiento del capital circulante necesario va a permitir compararlo con el que en un momento dado presenta la empresa, es decir con el capital circulante real o existente.

Obsérvese, no obstante, que para las dos últimas partidas, clientes y proveedores, se toman los flujos de entrada en vez de los flujos de salida.

La relación entre flujos y fondos sería en todo caso la siguiente:

$$F_{T2} = F_{T1} + \int_{T1}^{T2} [E(t) - S(t)] dt$$

donde,

F_{i1} : Fondo en el instante "i"

$E(t)$: Flujo de entrada durante el intervalo "t"

$S(t)$: Flujo de salida durante el intervalo "t"

La existencia de un retardo entre el flujo de entrada y el flujo de salida implica que:

$$S(t) = E(t-r)$$

De ahí que conocido dicho retardo, es decir, la duración de cada superíodo, se pueda determinar el flujo de entrada a partir del flujo de salida y viceversa.

Ahora bien, cronológicamente, el flujo de salida es posterior, de forma que el primer dato conocido será el dato de entrada, a partir del cual, aplicando el correspondiente retardo, se determinaría el saldo en el instante final del período considerado. Son, por tanto, los flujos de entrada y los retardos las variables a controlar si se toma como objetivo una determinada cifra de capital circulante necesario, a comparar con el realmente existente. En consecuencia, las variaciones del mismo tendrán como causa tanto los aumentos y disminuciones en la cuantía de los flujos como las modificaciones experimentadas en la duración del período medio de maduración, o lo que es lo

mismo, en las rotaciones de las partidas de circulante.

Hemos de matizar, no obstante, la relación entre período de maduración y capital circulante necesario. La inversión por la adquisición de materias primas y los pagos por otros costes de fabricación tienen lugar de ordinario en momentos diferentes, de ahí que el verdadero período de maduración resulte de ponderar adecuadamente el tiempo de recuperación de unas y otros (Silvestre Pérez y Silvestre Castillo, 1989 p. 161).

Así, la inversión en materias primas se mantiene durante un período medio de $(P_{Ma} + P_{Mf} + P_{Mv} + P_{Mc} - P_{Mp})$ días, mientras el resto de costes de producción, supuesto su pago al contado, se recuperan por término medio en $(P_{Mf} + P_{Mv} + P_{Mc})$ días.

Ponderando por las inversiones diarias respectivas, se tendría:

$$PMM' = \frac{\frac{MP}{P_{Ma}} (P_{Ma} + P_{Mf} + P_{Mv} + P_{Mc} - P_{Mp}) + \left(\frac{PC}{P_{Mf}} - \frac{MP}{P_{Ma}} \right) (P_{Mf} + P_{Mv} + P_{Mc})}{\frac{MP}{P_{Ma}} + \left(\frac{PC}{P_{Mf}} - \frac{MP}{P_{Ma}} \right)}$$

Reduciendo términos:

$$PMM' = \frac{MP - \frac{MP}{P_{Ma}} P_{Mp} + PC + \frac{PC}{P_{Mf}} P_{Mv} + \frac{PC}{P_{Mf}} P_{Mc}}{\frac{PC}{P_{Mf}}}$$

Si se cumple:

$$a) \quad \frac{PC}{PMf} = \frac{PT}{PMv} \quad ; \quad \text{Coste de la producción terminada} = \text{Coste de Ventas.}$$

$$b) \quad \frac{MP}{PMa} = \frac{PR}{PMp} \quad ; \quad \text{Consumo de materias primas} = \text{Compras de materias primas.}$$

Siendo, además:

$$\frac{PC}{PMf} = m \frac{CL}{PMC} \quad ; \quad \text{donde "m" es el margen bruto por unidad de ventas.}$$

La expresión del período medio de maduración sería:

$$PMM' = \frac{CCm - (1-m)CL}{\text{Ventas anuales}} \times \frac{1}{m} \times 365$$

2.3.2 Capital Circulante Monetario

Caben, no obstante, otras alternativas intermedias en la definición de la variable objeto de análisis, como la consideración del capital circulante monetario, compuesto exclusivamente por la diferencia entre débitos y créditos monetarios de circulante, no incluyendo por tanto a las existencias. Ello permite obviar la incidencia que pudiera tener la naturaleza arbitraria de la atribución de costes sobre las existencias.

Reflejado de forma esquemática, siendo:

$$CC = AC - PC$$

$$AC = EX + CL + IT + TS$$

$$CC = (EX + CL + IT + TS) - PC$$

Reordenando sumandos:

$$CC = EX + (CL + IT + TS - PC)$$

donde el capital circulante monetario sería:

$$CCM = (CL + IT + TS - PC); \quad y:$$

$$CCM = CC - EX$$

2.3.3 Recursos Líquidos Netos

El análisis del capital circulante necesario se ha centrado fundamentalmente en las partidas nacidas de operaciones corrientes o de explotación. Existe también un capital circulante ajeno a la explotación. Pero su análisis, además de menos importante, tanto cualitativa como cuantitativamente, implica una mayor dificultad, dado que las necesidades de fondos permanentes suelen producirse de forma irregular.

Seguendo a Hendriksen (1982 pp. 242-243), las ventajas de que un estado de flujos se centre en la representación de la variación del capital circulante de explotación consistirían en:

- a) que muchos de los movimientos de tesorería relacionados con deudas a corto plazo son irrelevantes para los usuarios de las cuentas anuales, y
- b) que las deudas a corto plazo representan frecuentes salidas de tesorería con vencimientos muy variados; por tanto, expresar en términos netos las variaciones de deudas permite concentrarse en movimientos de tesorería más importantes.

La tesorería no forma parte del Capital Circulante necesario. En condiciones de equilibrio, junto a la financiación ajena a corto plazo, debe ser equivalente a la diferencia entre capital circulante existente y necesario; dicho de otra forma, el saldo de tesorería no depende del período medio de maduración, sino que hace de "colchón" para acomodar cobros y pagos en períodos más cortos.

En una definición del capital circulante de acuerdo con el vencimiento o plazo de liquidación de sus componentes, la cifra del mismo sería igual a la suma del capital circulante funcional y el capital circulante ajeno a la explotación.

En línea con lo anterior, se ha propuesto tomar como variable de estudio la diferencia entre la tesorería e

inversiones financieras temporales y las deudas a corto plazo de tipo financiero, definida de ordinario como Recursos Líquidos Netos, y que se plantea como un mejor indicador de la posición de liquidez de la empresa, aislando el estudio del resto de partidas de circulante: existencias, clientes y proveedores; nacidas de las operaciones del tráfico habitual de la empresa, las cuales comprenderían la Necesidad Operativa de Fondos (Ballarín, 1981 p. 121), concepto a comparar con el capital circulante necesario.

Los recursos líquidos netos se sitúan en la frontera que separa a las medidas de capital circulante y a las medidas de las disponibilidades o tesorería.

Partiendo del desglose de los componentes del capital circulante:

$$CC = (EX + CL + IT + TS - PR - PF)$$

Identificamos ahora dos componentes en el pasivo circulante, de explotación (PR) y ajeno a la explotación (PF). Reordenando sumandos, se tendría:

$$CC = (EX + CL - PR) + (IT + TS - PF)$$

Donde:

$$(EX + CL - PR) = NOF$$

$$(IT + TS - PF) = RLN$$

Siendo:

NOF: Necesidad Operativa de Fondos

RLN: Recursos Líquidos Netos

2.4 Tesorería y Cuasi-Tesorería

El estado de flujos de tesorería, se refiere exclusivamente a la representación de los flujos de una parte del activo circulante, la tesorería, registrados a lo largo del ejercicio considerado.

Intuitivamente, todos tenemos en mente una definición de lo que entendemos por tesorería, asimilándolo al dinero a disposición de la empresa, ya sea físicamente en poder de la misma (caja) o en depósitos bancarios a la vista.

La tesorería, tal y como se define en el Plan General de Contabilidad, reúne tanto las disponibilidades de medios líquidos en caja, como los saldos a favor de la empresa, en cuentas corrientes a la vista y de ahorro que gocen de disponibilidad inmediata en bancos e instituciones de crédito, entendiendo por tales cajas de ahorros, cajas rurales y cooperativas de crédito para los saldos situados en España, y entidades análogas si se trata de saldos situados en el extranjero.

No obstante, existen una serie de activos financieros de elevada liquidez que sirven para la colocación de excedentes transitorios de tesorería, tales como Letras del Tesoro, Pagarés de Empresa y demás activos con cotización en mercados monetarios organizados. La función de tales bienes equivale a la de la tesorería, por lo que se plantea su inclusión o no en el concepto a emplear en la representación de las variaciones experimentadas durante el ejercicio considerado, sus orígenes y aplicaciones. (Gross, H. 1969, p. 100).

Por liquidez o disponibilidad inmediata se entiende la capacidad para su conversión a voluntad en una cuantía cierta de dinero. Lo anterior implica un vencimiento cercano en el tiempo, impidiendo que se incurra en riesgos de depreciación por oscilaciones en el mercado que permite su transformación en efectivo. Siguiendo a Keynes (1930 p. 67), un activo es más líquido que otro si "es de más segura realización a corto plazo sin pérdidas". Staubus (1989 p. 164) distingue tres factores de los que depende el cumplimiento de tales requisitos: estandarización del activo, amplitud del mercado del activo y eficiencia del mercado del activo.

Nos movemos en un entorno, el de la información económico-financiera, referido a entidades con ánimo de lucro. En teoría, la puesta en práctica del objeto social de la empresa, supuesta ésta distinta de la de intermediación financiera, tiene que ver con la consecución de una rentabilidad mínima superior a la colocación de fondos en los mercados de capitales. Según esto, si

la rentabilidad del negocio supera a las remuneraciones por la cesión de medios líquidos, en teoría, la maximización de los retornos de los accionistas impondría reducir la tesorería a su mínima expresión, como cobertura del período medio de maduración (motivo transacción). Sin embargo, la falta de regularidad en cuanto a la sucesión de cobros y pagos, unido a los costes de insolvencia motivados por la falta de realización, en el tiempo convenido, o la aparición de sucesos no previstos a la hora de establecer un presupuesto de cobros y pagos, obligan a apartar cierta cantidad de dinero del ciclo de gestión o explotación de la empresa (posesión de tesorería por motivos de precaución). Alternativamente, los saldos de tesorería pueden ser fuente de riqueza para la empresa, en la medida en que se obtenga una rentabilidad adecuada de los excedentes de liquidez. He aquí el tercer determinante de la demanda de efectivo, denominado motivo especulación.

En la medida en que la elevada liquidez de ciertas inversiones alternativas permite que el origen y la administración de tales activos, denominados equivalentes de tesorería o cuasi-tesorería, siga un camino paralelo al de las tradicionales partidas de tesorería, debiera ser, por tanto, el de la función, el criterio a utilizar para distinguir tales partidas de aquellos otros activos financieros poseídos por un fin distinto, a saber, la realización de actividades extrafuncionales a la búsqueda de una remuneración regular (intereses y dividendos) o consecuencia del juego especulativo de los mercados, a la búsqueda de plusvalías con origen en

operaciones de compra-venta. Dejamos aparte las participaciones que constituyen la denominada cartera de control, cuya adquisición se fundamenta no en la consecución de rendimientos de naturaleza financiera, sino el establecimiento de una vinculación de carácter duradero con empresas del mismo grupo o sobre cuya gestión se pretende exista una influencia notable.

La cuasi-tesorería, equivalentes de caja o equivalentes de tesorería, se refiere, por tanto, a inversiones financieras temporales consecuencia de excedentes de liquidez de los que se desea obtener un rendimiento y que se materializan en activos de vencimiento a muy corto plazo susceptibles de amortización sin pérdidas.

La tesorería y cuasi-tesorería precisan, para el correcto cumplimiento de su función en la empresa, de la cualidad de su rápida disposición. No es extraño, por tanto, que el SFAS 95 (FASB. 1987, par. 8), al delimitar el concepto de tesorería a considerar en la formulación del estado de cash-flow se pronuncie por incluir también la cuasi-tesorería, acudiendo a la fijación de un plazo de vencimiento máximo para tratar de salvar la ambigüedad del término. Con tal objeto, se define a los equivalentes de caja o "cuasi-tesorería" como "inversiones a corto plazo de elevada liquidez que pueden ser tanto:

- a) inmediatamente realizables en cantidades conocidas de efectivo, o

- b) tan próximas a su vencimiento que presentan un riesgo de tipo de interés poco significativo en cuanto a posibles modificaciones de su valor."

En general, se entiende que tales condiciones sólo pueden ser cumplidas por las inversiones financieras de vencimiento original no superior a tres meses, entendiendo por vencimiento original el plazo hasta su vencimiento, contado desde que se adquirió la titularidad de la inversión.

La definición del FASB es la primera en abordar el concepto de cuasi-tesorería o equivalentes de caja. A partir de la misma se suscitan ciertas cuestiones de debate que tienen que ver con:

- La existencia o no de un límite temporal para el vencimiento de las inversiones financieras temporales a incluir entre los equivalentes de caja.
- La inclusión o no de ciertos pasivos exigibles.
- El establecimiento o no de un límite para la disponibilidad y exigibilidad de los activos y pasivos a computar.
- La obligación de informar sobre la política de gestión de tesorería y la mayor o menor discrecionalidad concedida a las empresas a la hora de definir lo que se entiende por cuasi-tesorería.

- . El tratamiento de la cuasi-tesorería en moneda extranjera.
- . La conciliación con los saldos de Balance.

a) Plazo máximo de vencimiento

En cuanto al plazo de vencimiento de las inversiones financieras de elevada liquidez, el criterio del vencimiento original de tres meses establecido por el SFAS N° 95 es el seguido por el ASB (FRS N° 1) y por el IASC (IAS N° 7). En cambio, los pronunciamientos del Australian Accounting Standards Board (AS N° 1.026, 1991) y por la New Zealand Society of Accountants (FRS N° 10, 1992) se decantan por prescindir de una limitación en cuanto al vencimiento, con tal de que los activos sean de disponibilidad inmediata. Una justificación para esta última solución la encontramos en Dealy (1994 p. 98), para quien la frontera de los tres meses ha sido la mayor de las objeciones planteadas por las empresas, dado que hace difícil reflejar adecuadamente los movimientos de tesorería relacionados con las operaciones propias de la gestión de tesorería realizadas por las compañías, con vencimientos normalmente de hasta un año. En defensa de la implantación del límite temporal, se señala que, a pesar de su arbitrariedad, resulta útil para asegurar la inclusión entre los equivalentes de caja sólo de conceptos próximos a convertirse en tesorería (Kronquist y Newman-Limata, 1990 p. 31).

Pudiera pensarse que la falta del requisito de vencimiento implica la inclusión de participaciones en capital, tales activos, sin embargo, se hallan expresamente excluidos de la definición de cuasi-tesorería tanto en Australia como en Nueva Zelanda. En el caso de que se establezca un límite temporal al vencimiento de los activos, se da una exclusión tácita de tales participaciones. Sin embargo, el IAS N° 7 (IASC 1992 par. 7) cita un caso en el que esto no sería exactamente así: las acciones preferentes adquiridas con proximidad a su vencimiento, siempre que tengan fecha determinada de rescate.

Las definiciones aportadas tanto por Canadá (CICA 1985) como por Japón (MOF 1986) quedan fuera de la discusión anterior, dado que incluyen entre la tesorería a todas las inversiones financieras temporales con cotización en mercados secundarios.

b) Tratamiento de los pasivos exigibles a corto plazo

El SFAS N° 95 consideraba los saldos acreedores en cuentas corrientes -con independencia de su carácter transitorio, el conocimiento y autorización de la entidad de crédito y su exigibilidad inmediata- como el resultado de la acumulación de flujos por operaciones de financiación. Los pronunciamientos posteriores, sin embargo, son unánimes en la consideración de los descubiertos como flujos negativos de tesorería, dado que su carácter deudor o acreedor oscila a lo largo del tiempo.

La Recommendation 1.22 de la Ordre des Experts-Comptables et des Comptables Agréés (OECCA) va un poco más allá todavía y se refiere a los elementos constitutivos de la tesorería como a "activos y pasivos cuya liquidez y exigibilidad son inmediatos" (Scheid, 1989 p. 13), lo que conduce a considerar como tesorería, entre las disponibilidades, a las inversiones financieras temporales y a las cuentas corrientes deudoras cuya liquidez no se halle sometida a ninguna restricción. Entre los pasivos se incluirían las fianzas recibidas, los efectos descontados no vencidos, las cesiones de créditos y las cuentas corrientes con saldo acreedor, siempre y cuando su exigibilidad sea inmediata. En el mismo nivel se sitúa la New Zealand Society of Accountants (NZSA, 1992 par. 4).

Por su parte, el FRS N° 1 del ASB (1991 par. 3) extiende el límite temporal de tres meses al plazo de reembolso de los pasivos bancarios a corto plazo que sean consecuencia de anticipos de exigible.

El Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA 1985 par. 3) es el que admite una inclusión menos restrictiva de deudas a corto plazo, sin especificar limitación alguna, tal y como hace con las inversiones financieras temporales.

c) Limitaciones a la disponibilidad y exigibilidad de los activos y pasivos

La definición de lo que se entiende por disponibilidad y, en su caso, exigibilidad inmediatas de los activos y pasivos asimilables a la tesorería no se halla concretada en general. En términos estrictos, dicha disponibilidad implica la conversión en tesorería en un plazo de un día. Sin embargo, la operativa bancaria puede determinar la existencia de un plazo real superior, sobre todo cuando se trata de la enajenación de activos financieros de carácter monetario en mercados secundarios organizados, operaciones que pueden extenderse a un máximo de 48 horas. Es este el límite establecido por el FRS N° 10 del NZSA (1992 par. 4.5), el único documento que hace mención expresa de dicho plazo.

d) La política contable y la gestión de tesorería

Este extremo tiene que ver en parte con la mayor o menor exhaustividad en la definición de lo que se entiende por tesorería y equivalentes de tesorería, dado que en el segundo caso se hace mucho más necesario dar a conocer dicha información. Todas las regulaciones establecen la obligatoriedad de dar a conocer los criterios seguidos para la determinación de lo que se entiende por tesorería.

No haber eliminado totalmente la discrecionalidad en cuanto a la definición de tesorería se basa en que es la causa que motiva la existencia de tales activos, y no su grado de liquidez, el que determina en última instancia la adscripción o no de la inversión a la tesorería o cuasi-tesorería. Puede que la empresa adquiera en un momento dado activos con vencimiento no superior a tres meses a efectos especulativos cuyo destino es la enajenación en el momento en que se concreten las presunciones en que se basó dicha adquisición. Según esto, la calificación de una inversión como equivalente de caja sólo puede hacerla la empresa inversora, y sólo lo puede hacer en el momento que toma la decisión de inversión. Es por tanto, el proceso de toma de decisiones perteneciente al ámbito de la gestión de tesorería el criterio a emplear para llevar a cabo la distinción que nos ocupa. La adscripción de la partida a la función de gestión de tesorería de la empresa es una de las claves que deben ser tenidas en cuenta para la definición de la tesorería a incluir en un estado de flujos (Maseda, 1995 p. 17).

Ocurre que dicho proceso de toma de decisiones puede ser diferente de unas empresas a otras, de ahí que se deba hacer público el criterio a seguir por cada firma. Además, añadiríamos que dicho criterio debería ser objetivo, es decir, debería ser tal que empleado por personas distintas, condujera a un mismo resultado, a una idéntica clasificación. Debería además ser público, de forma que posibles cambios de criterio puedan ser oportunamente conocidos por los usuarios de la información financiera.

e) Cuasi-tesorería en moneda extranjera

Se ha cuestionado también la inclusión dentro de la cuasi-tesorería de inversiones a corto plazo de elevada liquidez pero que se encuentran denominados en moneda extranjera, dado que tales inversiones, aun desprovistas del riesgo de iliquidez y de tipos de interés, se hallan sujetas al riesgo de tipos de cambio (Georgiou, 1993 p. 230). Debemos, preguntarnos, además, hasta qué punto una inversión financiera en moneda extranjera forma parte de la gestión de tesorería de una empresa o grupo de empresas. Como apuntan Olusegun Wallace y Collier (1991 p. 50), "es posible que las divisas aportadas por una filial no sean tesorería en el contexto del grupo". Un ejemplo de ello es la existencia de limitaciones que retrasen o impidan la repatriación de fondos del extranjero.

Cuando el SFAS N° 95 del FASB (1987 par. 8) habla de activos que por su vencimiento a muy corto plazo no presentan riesgos de cambios de valor se refiere exclusivamente al riesgo de tipos de interés. No se mencionan, por tanto, posibles variaciones de valor, en partidas denominadas en moneda extranjera, debidas a oscilaciones en el tipo de cambio, por lo que las partidas en moneda extranjera no reciben un tratamiento diferenciado en cuanto a su consideración o no como tesorería.

De manera más explícita, el FRS N° 1 (ASB pars. 2 y 3) establece que la tesorería y los equivalentes de tesorería incluyen los denominados en moneda extranjera.

En cambio, el IAS N° 7 (IASC, 1992 par. 7) sólo habla de que las inversiones financieras asimilables a tesorería, además de fácilmente convertibles en una cantidad determinada de dinero, deben "... estar sujeta a un riesgo despreciable de cambios en su valor". Según el tenor literal de la frase anterior, los equivalentes de tesorería no podrían incluir activos en moneda extranjera, salvo que su vencimiento fuera inminente o su riesgo de tipos de cambio se hallase completamente asegurado.

f) Conciliación con los saldos de Balance

La falta de coincidencia entre el flujo neto de caja y equivalentes de caja reflejado en un estado de flujos de tesorería y la variación entre los saldos inicial de la partida de tesorería del Balance de situación obedece a las dos causas siguientes:

- 1º) La diferente definición de la tesorería a efectos de formular uno y otro estados contables.
- 2º) El registro de flujos de tesorería en moneda extranjera, traducidos a un tipo de cambio distinto del empleado para la conversión de los saldos de Balance.

1º) Conciliación de la cuasi-tesorería:

En el primer caso, los puntos anteriores han puesto de manifiesto que las diversas regulaciones del estado de flujos de tesorería utiliza un concepto ampliado, extendiéndolo a ciertas inversiones financieras temporales y a ciertos saldos acreedores. Puede darse también una diferente valoración de las inversiones en Balance, debido a la aplicación del principio de prudencia (el importe más bajo entre el precio de adquisición y el valor de mercado), lo que implica también una diferencia entre flujos y variaciones de saldos.

La solución seguida para paliar los efectos de la diferencia entre flujos y saldos de Balance pasa por un anexo de conciliación, solución impuesta por el SFAS N° 95 (FASB 1987 par. 26) y que ha sido seguida por el resto de regulaciones surgidas con posterioridad.⁴

Un planteamiento alternativo sería adecuar las partidas del Balance a la definición del estado de flujos, y no al revés. Creemos que esta solución no ha llegado a ponerse en práctica simplemente por la prevalencia jerárquica que históricamente ha tenido el Balance, cuya ordenación es cronológicamente anterior.

⁴ Véase por ejemplo: FRS n° 1 pár. 44; IAS n° 7, pár. 45.

2°) Conciliación de los flujos en divisas:

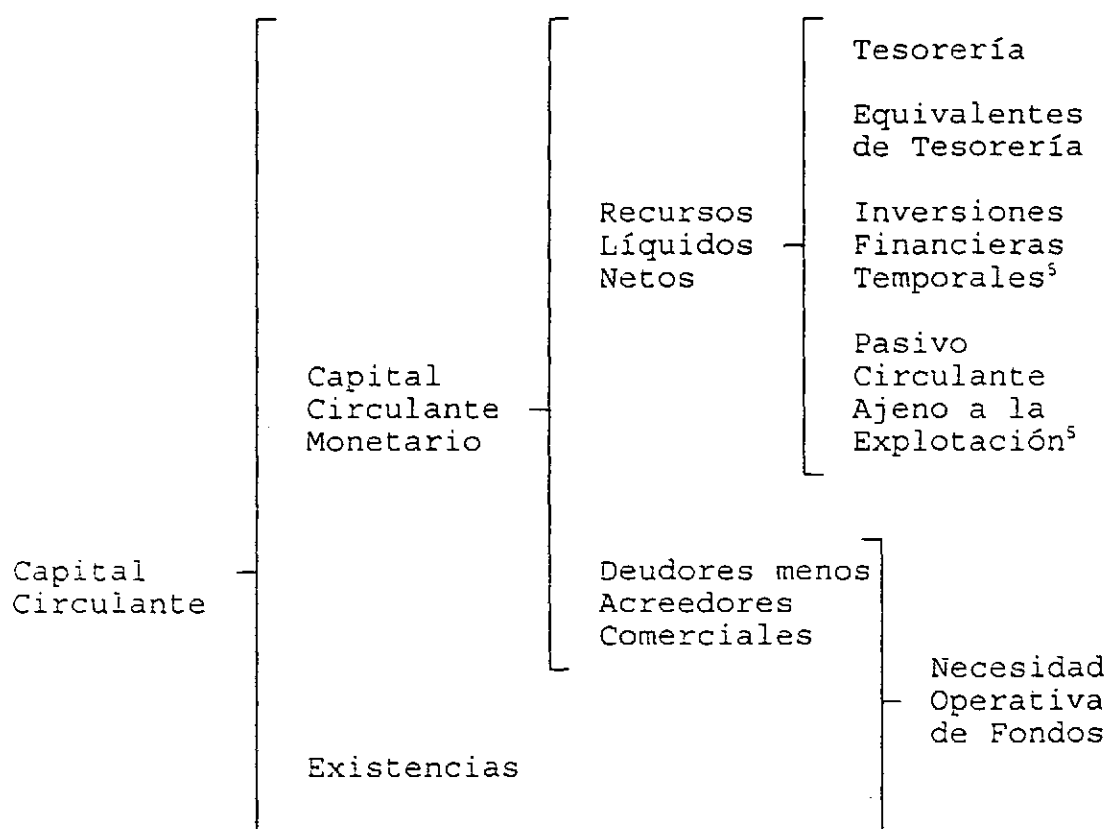
Desde el punto de vista de un estado de flujos, para la representación de los que originalmente se expresan en una moneda diferente a la empleada para la formulación de los estados contables de la empresa, el problema consiste en cómo convertir tales flujos. Derivada de dicha conversión, puede darse una diferencia entre el resultado de agregar todos los flujos en divisas con la variación experimentada entre los saldos inicial y final de la tesorería en moneda extranjera y, en su caso, los equivalentes de tesorería en moneda extranjera, cuya traducción se realiza de acuerdo con el correspondiente método de conversión del Balance.

En razón de lo anterior, se exige el reflejo separado del efecto de la variación en el tipo de cambio sobre la diferencia entre los saldos iniciales de tesorería y cuasi-tesorería. El SFAS N° 95 cita la necesidad de dicha conciliación (FASB, 1987 par. 25). Lo mismo hacen el FRS N° 1 (ASB, 1991 par. 4) y el IAS N° 7 (IASB, 1992 par. 28).

2.5 Formulación Analítica de los Diferentes Estados de Flujos según su Enfoque

Expresada la necesidad de acotar la variable a representar en un estado de flujos, las diversas alternativas van desde el reflejo de las variaciones de capital circulante, hasta la más

re restrictiva que se refiere exclusivamente a las variaciones de tesorería, entendida ésta en su definición más restringida. En un punto intermedio se definen el capital circulante monetario, los recursos líquidos netos y los equivalentes de tesorería. La relación entre las diferentes definiciones de fondo podrían resumirse mediante el siguiente esquema:



Partiendo de la representación de todos los flujos económicos y financieros del ejercicio, cada una de las definiciones anteriores implicaría un proceso de clasificación

⁵ Excepto los que tengan la consideración de equivalentes de tesorería.

diferente. Distinguiremos para ello la formulación analítica de:

- A) Un estado de variación del capital circulante.
- B) Un estado de variación del capital circulante monetario.
- C) Un estado de variación de los recursos líquidos netos.
- D) Un estado de variación de la tesorería, y en su caso de los equivalentes de tesorería.

A) Determinación Analítica de un Estado de Flujos entendido como Estado de Variaciones del Capital Circulante:

Entendiendo por variaciones de fondos las variaciones en el capital circulante, el Estado de Origen y Aplicación de Fondos mostrará cómo repercuten en las diferentes partidas de circulante las entradas y salidas de recursos.

Retomando la igualdad (v) de la página 47, representativa de las variaciones del ejercicio en todas las partidas del Balance:

$$\begin{aligned} \Delta AF + \Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR = \\ \Delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR + \delta AF + \delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS \end{aligned}$$

Llevando al primer miembro de la igualdad anterior los sumandos que representan a las variaciones en las partidas de circulante, quedando en el lado derecho las variaciones de activo fijo, neto y pasivo a largo plazo, tal y como indica la siguiente

igualdad:

(vi):

$$(\Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta PC + \delta PR) - (\delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS + \Delta PC + \Delta PR) =$$

$$(\Delta CA + \Delta PyG + \Delta PL + \delta AF) - (\delta CA + \delta PyG + \delta PL + \Delta AF)$$

Representan ambos miembros la variación en el capital circulante durante el ejercicio final, aunque por caminos diferentes.

En la hoja de trabajo a utilizar como soporte aparecerán sendas columnas de incrementos y disminuciones de capital circulante (primer miembro de la igualdad anterior), mientras que, a su derecha, las columnas de variaciones de fondos se reservan para los cambios en el activo fijo y en la financiación permanente, segundo miembro de la igualdad (vi).

Cuentas	BALANCES		VARIACIONES TOTALES		VARIACION DEL C.C.		VARIACION DE FONDOS	
	1	0	APLI	ORIG	INCR	DISM	APLI	ORIG
<u>ACTIVO:</u>								
AF ₁	AF ₀	ΔAF	δAF				ΔAF	δAF
EX ₁	EX ₀	ΔEX	δEX		ΔEX	δEX		
CL ₁	CL ₀	ΔCL	δCL		ΔCL	δCL		
IT ₁	IT ₀	ΔIT	δIT		ΔIT	δIT		
TS ₁	TS ₀	ΔTS	δTS		ΔTS	δTS		
<u>PASIVO:</u>								
CA ₁	CA ₀	δCA	ΔCA				δCA	ΔCA
PyG ₁	PyG ₀	δPyG	ΔPyG				δPyG	ΔPyG
PL ₁	PL ₀	δPL	ΔPL				δPL	ΔPL
PC ₁	PC ₀	δPC	ΔPC		δPC	ΔPC		
PR ₁	PR ₀	δPR	ΔPR		δPR	ΔPR		
		ΣAPT	ΣORT		ΔCC	δCC	ΣAPL	ΣORI
VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE:					VCC-	VCC+	VCC+	VCC-

Donde:

ΔCC : Suma de incrementos brutos de Capital Circulante

δCC : Suma de disminuciones brutas de Capital Circulante

ΣAPL : Suma de aplicaciones de fondos

ΣORI : Suma de orígenes de fondos

$VCC+$: Variación positiva del Capital Circulante
(exceso de orígenes sobre aplicaciones: $\Sigma ORI > \Sigma APL$)

$VCC-$: Variación negativa del Capital Circulante
(exceso de aplicaciones sobre orígenes: $\Sigma APL > \Sigma ORI$)

Se comprueba fácilmente que los recursos permanentes captados durante el ejercicio que exceden a la inversión en activo fijo incrementan el capital circulante. La situación contraria, es decir, una insuficiencia de recursos autogenerados, procedentes de operaciones de financiación o de desinversión, para financiar el aumento de la estructura económica permanente o la cancelación de neto o pasivo fijo, supone indefectiblemente una disminución del capital circulante.

No obstante, ciertas diferencias entre saldos de balances consecutivos no representan auténticos movimientos de fondos o dan una información incompleta sobre los mismos. Se deberá proceder, por tanto, a realizar una serie de ajustes y eliminaciones sobre las diferencias calculadas inicialmente en las columnas de variaciones totales. La hoja de trabajo se presentaría así según el siguiente esquema:

de las columnas de variaciones totales que no son verdaderos movimientos de fondos y los orígenes de fondos que no se pueden obtener a partir de dichas variaciones totales.

$\Delta AF'$, $\delta CA'$, RAO y $\delta PL'$ son las aplicaciones de fondos calculadas una vez ajustadas las variaciones totales obtenidas por diferencia entre los balances inicial y final.

$\delta AF'$, $\Delta CA'$, RPO y $\Delta PL'$ indican los orígenes de fondos que se derivan de ajustar las diferencias entre balances consecutivos que aparecen en las columnas de variaciones totales.

El empleo de la partida doble implica que la eliminación de la diferencia de un signo se corresponda con la de otra de signo opuesto. Se asegura, por tanto, la igualdad entre la suma de las dos columnas de ajustes (aplicaciones y orígenes).

B) Determinación Analítica de un Estado de Flujos entendido como Estado de Variaciones del Capital Circulante Monetario:

Analíticamente, la formulación de un estado de flujos de capital circulante monetario atendería al siguiente desarrollo:

Partiendo también de las variaciones del ejercicio en todos y cada uno de los activos y pasivos:

(v):

$$\Delta AF + \Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR =$$

$$\Delta CA + \Delta PyG + \Delta PL + \Delta PC + \Delta PR + \delta AF + \delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS$$

Llevando al primer miembro de la igualdad anterior los sumandos que representan a las variaciones en las partidas de capital circulante monetario, y eliminadas las diferencias que no afecten al saldo del capital circulante monetario (vii):

$$(\Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta PC + \delta PR) - (\delta CL + \delta IT + \delta TS + \Delta PC + \Delta PR) =$$

$$(\Delta CA' + RPO + \delta EX' + \Delta PL' + \delta AF') - (\delta CA' + RAO + \Delta EX' + \delta PL' + \Delta AF')$$

La representación en forma de hoja de trabajo sería:

CTAS.	BALANCES		VARIACIONES		AJUSTES	VARIACION		VARIACION		
	1	0	TOTALES			DEL CCM		DE FONDOS		
			APLI	ORIG	APLI	ORIG	INCR	DISM	APLI	ORIG
-----	----	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
<u>ACTIVO:</u>					A					
	AF ₁	AF ₀	ΔAF	δAF					ΔAF'	δAF'
	EX ₁	EX ₀	ΔEX	δEX	J				ΔEX'	δEX'
	CL ₁	CL ₀	ΔCL	δCL			ΔCL	δCL		
	IT ₁	IT ₀	ΔIT	δIT	U		ΔIT	δIT		
	TS ₁	TS ₀	ΔTS	δTS			ΔTS	δTS		
					S					
<u>PASIVO:</u>										
	CA ₁	CA ₀	δCA	ΔCA	T				δCA'	ΔCA'
	PyG ₁	PyG ₀	δPyG	ΔPyG					RAO	RPO
	PL ₁	PL ₀	δPL	ΔPL	E				δPL'	ΔPL'
	PC ₁	PC ₀	δPC	ΔPC			δPC	ΔPC		
	PR ₁	PR ₀	δPR	ΔPR	S		δPR	ΔPR		
							</			

C) Determinación Analítica de un Estado de Flujos entendido como Estado de Variaciones de los Recursos Líquidos Netos:

Analíticamente, la formulación de un estado de flujos que informe sobre la variación en los recursos líquidos netos partiría también de las variaciones del ejercicio en todos y cada uno de los activos y pasivos:

(v):

$$\begin{aligned} \Delta AF + \Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR = \\ \Delta CA + \Delta PyG + \Delta PL + \Delta PC + \Delta PR + \delta AF + \delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS \end{aligned}$$

Llevando al primer miembro de la igualdad anterior los sumandos que representan a las variaciones en las partidas de recursos líquidos netos, y eliminadas las diferencias que no afecten a su saldo:

(viii):

$$\begin{aligned} (\Delta IT + \Delta TS + \delta PC) - (\delta IT + \delta TS + \Delta PC) = \\ (\Delta CA' + RPO + \delta EX' + \delta CL' + \Delta PR' + \Delta PL' + \delta AF') - \\ (\delta CA' + RAO + \Delta EX' + \Delta CL' + \delta PR' + \delta PL' + \Delta AF') \end{aligned}$$

La representación en forma de hoja de trabajo sería:

CTAS.	BALANCES		VARIACIONES		AJUSTES	VARIACION		DE FONDOS		
	1	0	TOTALES			DE	RLN	DE	FONDOS	
			APLI	ORIG	APLI	ORIG	INCR	DISM	APLI	ORIG
-----	----	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
<u>ACTIVO:</u>					A					
	AF ₁	AF ₀	ΔAF	δAF					ΔAF'	δAF'
	EX ₁	EX ₀	ΔEX	δEX	J				ΔEX'	δEX'
	CL ₁	CL ₀	ΔCL	δCL					ΔCL'	δCL'
	IT ₁	IT ₀	ΔIT	δIT	U	ΔIT	δIT			
	TS ₁	TS ₀	ΔTS	δTS		ΔTS	δTS			
					S					
<u>PASIVO:</u>										
	CA ₁	CA ₀	δCA	ΔCA	T				δCA'	ΔCA'
	PyG ₁	PyG ₀	δPyG	ΔPyG					RAO	RPO
	PL ₁	PL ₀	δPL	ΔPL	E				δPL'	ΔPL'
	PC ₁	PC ₀	δPC	ΔPC		δPC	ΔPC			
	PR ₁	PR ₀	δPR	ΔPR	S				δPR'	ΔPR'
							</			

D) Determinación Analítica de un Estado de Flujos entendido como Estado de Variaciones de Tesorería:

La reordenación de los flujos globales, representados por la igualdad (v):

$$\Delta AF + \Delta EX + \Delta CL + \Delta IT + \Delta TS + \delta CA + \delta PyG + \delta PL + \delta PC + \delta PR =$$

$$\Delta CA + \Delta PyG + \Delta PL + \Delta PC + \Delta PR + \delta AF + \delta EX + \delta CL + \delta IT + \delta TS$$

implicaría ahora aislar las variaciones que afecten a partidas de tesorería, sin entrar en las diversas definiciones de tesorería, por lo que se entenderá que las inversiones financieras temporales (IT) y, en su caso, los pasivos circulantes

extrafuncionales o ajenos a la explotación (PC) no incluyen conceptos definidos como equivalentes de tesorería.

Dejando en el primer miembro las variaciones de tesorería, se tendría:

(ix):

$$(\Delta TS - \delta TS) =$$

$$(\Delta CA' + RPO + \delta EX' + \delta CL' + \delta IT' + \Delta PR' + \Delta PC' + \Delta PL' + \delta AF') -$$

$$(\delta CA' + RAO + \Delta EX' + \Delta CL' + \Delta IT' + \delta PR' + \delta PC' + \delta PL' + \Delta AF')$$

y en forma de hoja de trabajo:

		VARIACIONES				VARIACION		VARIACION		
BALANCES		TOTALES		AJUSTES		DE TS		DE FONDOS		
CTAS.	1	0	APLI	ORIG	APLI	ORIG	INCR	DISM	APLI	ORIG
-----	---	---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
<u>ACTIVO:</u>					A					
	AF ₁	AF ₂	ΔAF	δAF					ΔAF'	δAF'
	EX ₁	EX ₂	ΔEX	δEX	J				ΔEX'	δEX'
	CL ₁	CL ₂	ΔCL	δCL					ΔCL'	δCL'
	IT ₁	IT ₂	ΔIT	δIT	U				ΔIT'	δIT'
	TS ₁	TS ₂	ΔTS	δTS			ΔTS	δTS		
					S					
<u>PASIVO:</u>										
	CA ₁	CA ₂	δCA	ΔCA	T				δCA'	ΔCA'
	PyG ₁	PyG ₂	δPyG	ΔPyG					RAO	RPO
	PL ₁	PL ₂	δPL	ΔPL	E				δPL'	ΔPL'
	PC ₁	PC ₂	δPC	ΔPC					δPC'	ΔPC'
	PR ₁	PR ₂	δPR	ΔPR	S				δPR'	ΔPR'
			ΣAPT=ΣORT		ΣAJA=ΣAJO		ΔTS	δTS	ΣAPL' ΣORI'	
VARIACION DE LA TESORERIA:							V-	V+	V+	V-

2.6 Tipología de los Flujos de Fondos

En los desarrollos que anteceden la presentación de los flujos se hacía, según su signo, en orígenes y aplicaciones. Lo cierto es que, como ya se ha comentado en páginas anteriores, los flujos que, por acumulación, conducen a la presentación de un determinado Balance de Situación se pueden dividir en económicos y de capital, siendo los primeros los representados por la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Cañibano, 1987 p. 308).

Los estados de variación de fondos, en tanto que estados de circulación financiera, no renuncian a la inclusión tanto de los flujos de capital como de los flujos financieros que se relacionan con los flujos económicos de la empresa, los cuales reciben comúnmente la denominación de flujos operativos, flujos procedentes de las operaciones o flujos por actividades corrientes. Por su parte, los flujos de capital se dividen habitualmente de acuerdo con su procedencia, bien de las actividades de inversión, bien de las actividades de financiación.

En resumen, una clasificación de los flujos por operaciones distinguirá básicamente entre:

1. Flujos por operaciones de capital
 - 1.1. Flujos por operaciones de inversión
 - 1.2. Flujos por operaciones de financiación
2. Flujos por operaciones corrientes

2.6.1 Flujos de Capital

El contenido de los flujos de capital, ya sean de inversión o de financiación, se pueden definir por la variación que experimenten los activos y pasivos que no integren el correspondiente concepto de fondo, cuya evolución se representa en términos globales.

En un estado de variaciones del capital circulante, los flujos por operaciones de inversión y financiación vendrán representados por los orígenes y aplicaciones en el inmovilizado y en los pasivos representativos de la financiación externa de la empresa de carácter permanente, ya sea propia, como por ejemplo ampliaciones y reducciones de capital, o ajena, en el caso de la obtención de un préstamo o un crédito a largo plazo, y su anulación, bien por su cancelación anticipada o su traspaso a corto plazo. Analíticamente serían:

Orígenes por operaciones de capital:

$$\Delta CA', \Delta RE', \Delta PL', \delta AF'$$

Aplicaciones por operaciones de capital:

$$\Delta AF', \delta CA', \delta RE', \delta PL'$$

El apóstrofe quiere decir que, en principio, sólo se representarán movimientos que impliquen circulación efectiva de fondos, es decir, variaciones del capital circulante. Las variaciones a eliminar pueden tener que ver con:

- a) Eliminaciones de traspasos entre cuentas de la misma naturaleza (por ejemplo, finalización de la obra en curso).
- b) Correcciones valorativas sin base en transacción alguna (por ejemplo, revalorizaciones de balances o diferencias de cambio).
- c) Compensación de débitos y créditos (por ejemplo, reducciones de capital por condonación de dividendos pasivos).
- d) Desgloses de importes que se refieren a un único flujo (por ejemplo, desembolsos pendientes en ampliaciones de capital, carga financiera implícita en el valor de reembolso de deudas, etc.)

Dado que en Balance el activo fijo se valora de acuerdo con su precio de adquisición, a salvo de depreciaciones, la disminución experimentada como consecuencia de una baja en inventario no reflejaría directamente las cantidades ingresadas o a ingresar. Para ello, habrá de sumarse o restarse el beneficio o pérdida que implique su enajenación.

Tanto en un estado de variaciones de capital circulante monetario como en un estado de variaciones de los recursos líquidos netos los flujos por operaciones de capital serían básicamente los mismos que en un estado de variaciones del capital circulante.

La variación del capital circulante monetario se diferencia de la variación del capital circulante en el capítulo de los aumentos y disminuciones de existencias, flujos éstos directamente relacionado con el ciclo de explotación, lo que implica su carácter operativo o corriente.

La variación de los recursos líquidos netos es igual a la variación del capital circulante, menos la variación de existencias y créditos comerciales, más la variación de deudas con origen en el ciclo de explotación. De nuevo, tales variaciones afectan al cálculo de los flujos corrientes, pero no a los de capital.

En cuando a un estado de variaciones en la tesorería, en este caso los flujos por operaciones de capital recogerán también las variaciones en los activos y pasivos circulantes ajenos al ciclo de la explotación, singularmente, los aumentos y las disminuciones en inversiones financieras temporales y en deudas a corto plazo ajenas a la explotación.

Orígenes de tesorería por operaciones de capital:

$$\Delta CA', \Delta RE', \Delta PL', \Delta PC', \delta AF', \delta IT'$$

Aplicaciones tesorería por operaciones de capital:

$$\Delta AF', \Delta IT', \delta CA', \delta RE', \delta PL', \delta PC'$$

De nuevo, como en el caso de la enajenación del activo fijo, las bajas en inversiones financieras temporales, con objeto de

reflejar los cobros derivados de dichas enajenaciones, incorporarán el resultado de la operación.

2.6.2 Flujos de Fondos Generados Internamente

Los flujos por operaciones corrientes no son más que una medida de los recursos o fondos generados por la actividad de la empresa a lo largo del ejercicio.

Existen varias definiciones de lo que se entiende por recursos generados, tantas al menos como definiciones de fondos, por lo que cada enfoque deriva en el cómputo de una cifra diferente.

El concepto tradicional de recursos generados es también denominado, impropriamente, como "cash-flow". Decimos impropriamente porque la traducción de este término en lengua inglesa es la de flujo de tesorería. Los recursos generados, no suelen coincidir con el flujo neto de cobros y pagos debido, entre otras razones a que existen otras operaciones que derivan en entradas o salidas de tesorería debidas a actividades o decisiones de inversión y financiación. Además, la aplicación del principio del devengo al registro de ingresos y gastos hace que los mismos no tengan por qué materializarse en el mismo momento en flujos de caja.

La definición que indirectamente hace Rivero Romero (1990 pp. 105-114) de los recursos generados, también denominada capacidad de autofinanciación, se puede descomponer en la suma de la autofinanciación bruta o global generada por la empresa en un período más los beneficios repartidos a los accionistas.

+	Autofinanciación Bruta del Ejercicio
+	Dividendos
<hr/>	
=	Recursos Generados en el Ejercicio

Por autofinanciación bruta se entiende la totalidad de los medios de financiación que la empresa genera por sí misma (Rivero Romero, 1990 p. 105), incluyendo beneficios retenidos, amortizaciones y provisiones, o lo que es lo mismo, ingresos menos gastos, exceptuados los que se refieren a depreciaciones regulares de activos y a correcciones valorativas.

Autofinanciación Bruta:

+	Ingresos
-	Gastos, excepto provisiones y amortizaciones
-	Dividendos
<hr/>	
=	Autofinanciación Bruta del Ejercicio

Otra forma de obtener dicha variable, en sentido inverso al anterior, es:

+	Beneficios
-	Dividendos
	<hr/>
=	Beneficios retenidos
+	Dotaciones a amortizaciones y provisiones
	<hr/>
=	Autofinanciación Bruta del Ejercicio

Comúnmente se subdivide en autofinanciación de enriquecimiento o autofinanciación neta y autofinanciación de mantenimiento. En teoría, esta última sirve para preservar el valor de la empresa al cierre del ejercicio y para un período dado se cuantificaría de acuerdo con las dotaciones a amortizaciones y provisiones. La autofinanciación de enriquecimiento se referiría al aumento de valor de la empresa.

En términos contables, se asimila la autofinanciación de enriquecimiento al beneficio no distribuido. Ello no es más que una aproximación a la verdad, dado que los principios y normas seguidos para la determinación del resultado no aseguran que ésta sea la medida del incremento de valor de la empresa; entre otras cosas, no se tienen cuenta posibles ganancias no realizadas derivadas de la tenencia de activos.

Por la misma razón, tampoco se puede decir que las dotaciones a amortizaciones y provisiones constituyan la verdadera autofinanciación de mantenimiento del ejercicio. Se

concluye, por tanto, que esta división es más teórica que real.

+	Dotaciones a amortizaciones
+	Dotaciones a provisiones
<hr/>	
=	Autofinanciación de Mantenimiento
+	Beneficios retenidos:
<hr/>	
=	Autofinanciación de Enriquecimiento

El punto de mayor controversia en la definición de los recursos generados ha sido la delimitación de lo que forma parte y de las partidas a excluir del concepto de autofinanciación de mantenimiento. Las preguntas que debemos hacernos son si debemos cuantificar todo tipo de dotaciones a provisiones y si hemos de tener en cuenta otras partidas.

En una primera aproximación, formarían parte de los recursos generados todos los ingresos y gastos que hayan generado o vayan a generar un derecho de cobro o una obligación de pago, con independencia de que los mismos se hubieran ejercitado o no.

Las dotaciones a amortizaciones tienen su justificación económica en la constitución de un fondo para la reposición de bienes de inmovilizado. En el ámbito contable, no obstante, la previsible falta de coincidencia entre coste de reposición y coste histórico provoca que, de aplicarse el principio del precio

de adquisición para el cálculo de dicho fondo de amortización, sus dotaciones no son más que el reparto de dicho coste de adquisición o producción a lo largo de su período de utilización por parte de la empresa, es decir, su vida útil, intervalo de tiempo, por otra parte, sujeto a estimación previa.

En cuanto a las provisiones, las mismas se refieren tanto a la cuantificación de correcciones valorativas por depreciaciones reversibles de activos (provisión por depreciación de inmovilizado, existencias, inversiones financieras temporales, para insolvencias, etc) ., como a la cobertura de hechos que se presume producirán un quebranto patrimonial, o bien teniendo la certeza de dicho quebranto, se desconoce la cuantía exacta o el momento en que se va a producir efectivamente. Son ejemplo de las mismas las provisiones para riesgos y gastos y las provisiones de gastos por garantías y servicios post-venta.

A las primeras se les suele denominar provisiones de activo, dado que se refieren a bienes o derechos concretos, por lo que se ubican en el Balance a continuación de las partidas a que se refieren, compensando sus valores de adquisición.

La segunda categoría es consecuencia del reflejo anticipado de futuras pérdidas (principio de prudencia), así que el riesgo se refiere a todo el patrimonio de la empresa, de ahí que se les llame provisiones de pasivo, haciendo referencia al lugar del Balance donde queda constancia de su registro.

Del comentario anterior, se deduce que las provisiones de activo, en lo que respecta a la depreciación de bienes y derechos, informan sobre posibles mermas en cobros futuros derivados de la realización de tales partidas. Las provisiones de pasivo, por su parte, se refieren a pérdidas probables (una provisión para responsabilidades, por ejemplo) y a pasivos sujetos a estimación (como pudiera ser el cálculo de provisiones para pensiones o para grandes reparaciones). Es decir, la única diferencia entre la dotación de ciertas provisiones y el devengo de otros gastos que sí tienen la consideración de menores recursos generados es la imposibilidad de calcular anticipadamente el importe exacto de la obligación de pago.

Otra cuestión sujeta a controversia es la inclusión o no de recursos generados de manera ocasional, por ejemplo, vía enajenación de bienes de inmovilizado. Dado que el análisis de los recursos generados prescinde de las decisiones tomadas por la empresa en relación con operaciones de financiación externa, puesto que las adquisiciones de inmovilizado y de inversiones financieras no se restan de los recursos autogenerados, los resultados por enajenación de tales partidas deberían quedar excluidos.

La debilidad conceptual sobre la que se asienta el cálculo de los recursos generados ha sido la causa última que ha permitido la proliferación de diversas definiciones, para una magnitud que pretende medir los recursos financieros que la empresa ha obtenido como fruto de sus operaciones, sin acudir a

fuentes de financiación externa. Dicha medición ha tratado de ser depurada mediante las siguientes vías:

- A) Recursos generados por las operaciones corrientes como variaciones operativas del capital circulante.
 - B) Recursos generados por las operaciones corrientes como variaciones operativas del capital circulante monetario.
 - C) Recursos generados por las operaciones corrientes como variaciones operativas de los recursos líquidos netos.
 - D) Recursos generados por las operaciones corrientes como variaciones operativas de tesorería.
-
- A) Recursos Generados por las Operaciones Corrientes como Variaciones del Capital Circulante

Reflejaría solamente aquellos ingresos y gastos, distintos de los resultados por enajenación de inmovilizado, que produzcan variaciones de capital circulante, considerado éste en su definición de acuerdo con un criterio temporal, es decir, compuesto por activos y pasivos con vencimiento no superior a doce meses, a contar desde la fecha de cierre del ejercicio. De esta forma, las dotaciones a provisiones cuya aplicación vaya a tener lugar a corto plazo rebajarían los recursos generados, que reflejarían fondos de libre disposición o no comprometidos de

manera inmediata. Se corresponde por tanto con el ajuste del saldo de pérdidas y ganancias, una vez eliminados los ingresos y gastos que no afectan al capital circulante, designados según su signo por Recursos Aplicados en las Operaciones, o Recursos Procedentes de las Operaciones. Esta concepción es la que más se aproxima a la definición tradicional de recursos generados.

Se tiene, por tanto:

$$RG(a) = RPO - RAO$$

Donde:

RPO: Recursos Procedentes de las Operaciones

(Aumento del Capital Circulante debida a actividades corrientes)

RAO: Recursos Aplicados en las Operaciones

(Disminución del Capital Circulante debida a actividades corrientes)

Siendo:

$$PyG = V - C + \Delta EX - \delta EX - AM - PEX - PCL - PIT + IAF + IIT - \\ GFL - GFC - OG +/- RAF +/- RIT - IB$$

donde:

PyG: Saldo de Pérdidas y Ganancias

V: Ventas
 C: Compras
 Δ EX: Aumento de existencias
 δ EX: Disminución de existencias
 AM: Amortizaciones y dotaciones a provisiones a largo plazo
 PEX: Dotaciones a provisiones por depreciación de existencias
 PCL: Dotaciones a provisiones por depreciación de créditos de la explotación
 PIT: Dotaciones a provisiones de inversiones financieras temporales
 IAF: Ingresos financieros derivados de inmovilizaciones financieras
 IIT: Ingresos financieros derivados de inversiones financieras temporales
 GFL: Gastos financieros derivados de deudas a largo plazo
 GFC: Gastos financieros derivados de deudas a corto plazo (ajenas a la explotación)
 OG: Otros gastos, liquidados al contado.
 +RAF: Beneficios por enajenación de inmovilizado
 -RAF: Pérdidas por enajenación de inmovilizado
 +RIT: Beneficios por enajenci3n de inversiones financieras temporales
 -RIT: Pérdidas por enajenci3n de inversiones financieras temporales
 IB: Impuesto sobre Beneficios

Se tiene, de forma directa:

$$RPO = V + IAF + IIT + RIT(\text{Beneficio})$$

$$RAO = C - \Delta EX + \delta EX + PEX + PCL + PIT + GFL + GFC + OG + RIT(\text{p3rdida}) + IB$$

Y por diferencia:

$$RG(a) = V - C + \Delta EX - \delta EX - PEX - PCL - PIT + IAF + IIT - GFL - GFC - OG +/- RIT(\text{beneficio/pérdida}) - IB$$

O bien, indirectamente, a partir del saldo de pérdidas y ganancias:

$$RG(a) = PyG + AM -/+RAF(\text{beneficio/pérdida})$$

La razón del ajuste de los resultados de la enajenación del inmovilizado obedece, como se explicó en párrafos anteriores, a que tales resultados forman parte de los flujos de capital circulante por operaciones de capital.

Aclaremos que en el desarrollo anterior, para simplificar el modelo, se considera que los ingresos y gastos financieros coinciden con los importes devengados y vencidos, y que, por tanto, las variaciones de inversiones financieras y de deudas no incluyen periodificación alguna de intereses. Se supone también que el Impuesto sobre Beneficios coincide con el pago al contado del mismo.

En la formulación precedente, en la que los flujos corrientes se derivan de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, se han considerado como tales los gastos e ingresos financieros, flujos que algunos autores consideran asociados, sin embargo, a las actividades de inversión y financiación.

Esta solución plantea una serie de inconvenientes, derivados de la propia definición del capital circulante. Algunas provisiones de circulante (por insolvencias dotadas individualmente, por ejemplo) van a permanecer en Balance durante más de un ejercicio, pero su dotación sólo afecta al resultado en que se registra.

Por lo que respecta a las dotaciones a amortizaciones, según este criterio, las que se refiriesen a activos que van a ser dados de baja a corto plazo deberían minorar los recursos generados.

La dotación de una provisión por depreciación de existencias, por ejemplo, no implica que se produzca una menor entrada de recursos a corto plazo, dependerá del momento en que se realice la venta.

B) Recursos Generados por las Operaciones Corrientes como Variaciones Operativas del Capital Circulante Monetario

Algunos de los inconvenientes anteriores tratan de ser salvados limitando el registro como recursos generados a los ingresos y gastos, no procedentes de la enajenación de inmovilizado, que producen variaciones de capital circulante monetario. Se excluyen por tanto las variaciones en existencias, ciñéndonos a considerar las cantidades cobradas y pagadas o que se van a cobrar y a pagar a corto plazo debidas a las operaciones

de la empresa distintas de las que tienen que ver con actividades de inversión y financiación de su ciclo de largo plazo. Se diferencia del anterior en que se eliminan las dotaciones a provisiones por depreciación de existencias.

De forma sintética, su relación con la definición anterior sería:

$$RG(b) = RG(a) - \Delta EX + \delta EX + PEX$$

y desglosando en sus componentes:

$$RG(b) = V - C - PCL - PIT + IAF + IIT - GFL - GFC - OG +/- RIT(\text{beneficio/pérdida}) - IB$$

De forma indirecta, es decir, conciliando los recursos generados con el resultado del ejercicio:

$$RG(b) = PyG + AM -/+RAF(\text{beneficio/pérdida}) - \Delta EX + \delta EX + PEX$$

C) Recursos Generados por las Operaciones Corrientes como Variaciones Operativas de los Recursos Líquidos Netos

Se diferencia del anterior en que tampoco recoge las variaciones en derechos de cobro y obligaciones de pago con origen en el ciclo de explotación de la empresa. Los recursos operativos se refieren en este caso exclusivamente al cómputo de

la parte de ingresos y gastos que representa una generación o en su caso aplicación de recursos líquidos netos. Su relación con los conceptos anteriores sería:

$$RG(c) = RG(b) - \Delta CL + \delta CL + PCL + \Delta PR - \delta PR$$

$$RG(c) = RG(a) - \Delta EX + \delta EX + PEX - \Delta CL + \delta CL + PCL + \Delta PR - \delta PR$$

La segunda expresión se puede reordenar así:

$$RG(c) = RG(a) + (\delta EX + \delta CL + \Delta PR + PEX + PCL) - (\Delta EX + \Delta CL + \delta PR)$$

$$RG(c) = RG(a) + \delta NOF - \Delta NOF$$

donde:

δNOF : disminución de la necesidad operativa de fondos

ΔNOF : aumento de la necesidad operativa de fondos

Los flujos operativos de recursos líquidos netos, determinados directamente a partir de sus componentes serían:

$$RG(c) = V - C - PIT + IAF + IIT - GFL - GFC - OG + / - \\ RIT(\text{beneficio/pérdida}) - IB - \Delta CL + \delta CL + \Delta PR - \delta PR$$

Separando los orígenes y las aplicaciones de recursos líquidos netos, se tendría:

$$\text{ORLN} = V - \Delta\text{CL} + \delta\text{CL} + \text{IAF} + \text{IIT} + \text{RIT}(\text{beneficio})$$

$$\text{ARLN} = C - \Delta\text{PR} + \delta\text{PR} + \text{OG} + \text{PIT} + \text{GFL} + \text{GFC} + \text{RIT}(\text{pérdida})$$

De forma indirecta, es decir, conciliando los recursos generados con el resultado del ejercicio:

$$\begin{aligned} \text{RG(c)} = & \text{PyG} + \text{AM} -/+ \text{RAF}(\text{beneficio/pérdida}) - \Delta\text{EX} + \delta\text{EX} + \text{PEX} + \\ & \text{PCL} - \Delta\text{CL} + \delta\text{CL} + \Delta\text{PR} - \delta\text{PR} \end{aligned}$$

D) Recursos Generados por las Operaciones Corrientes como Variaciones Operativas de Tesorería

Si se prescinde totalmente del principio del devengo para medir las entradas netas de fondos, el cálculo de los recursos generados se reduce a la suma de los cobros y la sustracción de los pagos por operaciones corrientes. Su relación con el resto de definiciones de recursos operativos sería la siguiente:

$$\text{RG(d)} = \text{RG(c)} + \text{PIT} -/+ \text{RIT}(\text{beneficio/pérdida})$$

$$\begin{aligned} \text{RG(d)} = & \text{RG(b)} - \Delta\text{CL} + \delta\text{CL} + \text{PCL} + \Delta\text{PR} - \delta\text{PR} + \text{PIT} - \\ & /+ \text{RIT}(\text{beneficio/pérdida}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{RG(d)} = & \text{RG(a)} - \Delta\text{EX} + \delta\text{EX} + \text{PEX} - \Delta\text{CL} + \delta\text{CL} + \text{PCL} + \Delta\text{PR} - \delta\text{PR} \\ & + \text{PIT} -/+ \text{RIT}(\text{beneficio/pérdida}) \end{aligned}$$

La eliminación del resultado por la enajenación de inversiones financieras temporales se debe a que dicho resultado formará parte de los flujos de tesorería por operaciones de capital.

Los componentes básicos que determinarían directamente los flujos operativos de tesorería serían, por tanto:

$$RG(d) = V - C + IAF + IIT - GFL - GFC - OG - IB - \Delta CL + \delta CL + \Delta PR - \delta PR$$

Separando los cobros por operaciones corrientes (COC) de los pagos por operaciones corrientes (POC), los flujos brutos de tesorería, a diferencia de los flujos de recursos líquidos netos, no incluirían los relacionados con la enajenación y la dotación de provisiones de inversiones financieras temporales.

$$COC = V - \Delta CL + \delta CL + IAF + IIT$$

$$POC = C - \Delta PR + \delta PR + GFL + GFC + OG + IB$$

Los flujos anteriores se pueden desglosar en:

$$\text{Cobros de clientes:} \quad V - \Delta CL + \delta CL$$

$$\text{Cobros de intereses:} \quad IAF + IIT$$

$$\text{Pagos a proveedores:} \quad C - \Delta PR + \delta PR$$

$$\text{Pagos de intereses:} \quad GFL + GFC$$

$$\text{Pagos de impuestos:} \quad IB$$

Pagos por otros gastos: OG

Determinando de modo indirecto los flujos de caja operativos, a partir del saldo de pérdidas y ganancias, su cálculo sería:

$$\begin{aligned} RG(c) = & \text{PyG} + \text{AM} -/+ \text{RAF}(\text{beneficio/pérdida}) - \Delta \text{EX} + \delta \text{EX} + \text{PEX} + \\ & \text{PCL} - \Delta \text{CL} + \delta \text{CL} + \Delta \text{PR} - \delta \text{PR} + \text{PIT} -/+ \\ & \text{RIT}(\text{beneficio/pérdida}) \end{aligned}$$

CAPITULO II: FORMATOS DE ESTADOS DE CIRCULACION FINANCIERA

1. Criterios de Agrupación de los Flujos

Combinando los enfoques o definiciones de fondos con la ordenación y clasificación de los flujos, podríamos distinguir las siguientes alternativas de presentación de un estado de flujos:

	Enfoque de Variaciones de Capital Circulante		Enfoque de Variaciones de Tesorería	
	En forma de lista	En forma de cuenta	En forma de lista	En forma de cuenta
Clasificación según orígenes y aplicaciones	(a)	(b)	(c)	(d)
Clasificación por operaciones	(e)	(f)	(g)	(h)

En el esquema anterior, el enfoque de variaciones de capital circulante engloba otras reformulaciones del fondo de maniobra, que van desde el propio concepto de capital circulante, como diferencia entre activos y pasivos circulantes, hasta los recursos líquidos netos, pasando por el capital circulante monetario.

La ordenación en forma de lista hace referencia a si los importes se sitúan en una misma columna, indicando con su signo, positivo o negativo, si se trata de aumentos o disminuciones. En

forma de cuenta, todos los flujos, en principio, aparecen representados por cantidades positivas, figurando de ordinario las entradas de fondos en el lado izquierdo y las salidas, en el lado derecho, ordenación que coincide con el criterio que se sigue para el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La clasificación según orígenes y aplicaciones atiende a una ordenación similar a la del Balance de situación, separando los que producen aumentos en el concepto de fondo a emplear de los que derivan en disminuciones. Por su parte, la clasificación por operaciones, agrupa los flujos según procedan del ciclo de las operaciones corrientes o de actividades de inversión y financiación.

Los formatos de orígenes y aplicaciones han recibido normalmente la denominación de estados de orígenes y aplicación de fondos, estados de cambios en la situación financiera o cuadros de financiación, mientras que los formatos por operaciones suelen recibir el nombre de estados de flujos.

En cuanto al enfoque o definición del término fondo, en la práctica, la clasificación según orígenes y aplicaciones se ha utilizado para estados de variación del capital circulante, siguiéndose una representación en forma de cuenta, es decir, el modelo (b) del cuadro anterior. Para los estados de flujos de tesorería, el modelo más usado es el de la letra (g), es decir, una clasificación por operaciones en forma de lista, aunque no faltan ejemplos de estados en forma de cuenta.

1.1 Formatos de Origenes y Aplicaciones

Los modelos de estados de flujos que distinguen entre orígenes y aplicaciones son adecuados para mostrar una cierta correlación o equilibrio entre los diferentes epígrafes que informan sobre los recursos financieros captados y el empleo de los mismos. Presentan además la ventaja de obviar cierta subjetividad en cuanto a la clasificación de los flujos, aunque no evita la distinción entre flujos corrientes y de capital.

La generalidad de instituciones reguladoras reconoce la necesidad de presentar por separado los fondos generados internamente, calculados a partir de la cuenta de Pérdidas y Ganancias del ejercicio, de aquéllos otros obtenidos de fuentes externas, así como el destino, la aplicación o empleo dado a tales recursos.

1.2 Clasificación de los Flujos por Operaciones

No existe unanimidad en la definición de las posibles categorías a identificar en una clasificación de los flujos de fondos por operaciones, con independencia del significado de la palabra fondo. Como introducción al tema, en el capítulo anterior hemos aludido a la separación en flujos relacionados con la circulación económica real y flujos de capital, divididos en flujos de inversión y de financiación. Pero existen otras clasificaciones que consideran como flujos operativos

exclusivamente los asimilables a la autofinanciación procedente de las operaciones de explotación, mientras que la autofinanciación por operaciones ajenas a la explotación formaría parte, junto con los debidos a operaciones de capital, de los flujos extraoperativos o extraoperacionales, tal y como los define Riebold (1972 p. 168).

Igualmente, al referirnos a flujos de capital, en concreto a los debidos a actividades de inversión, los mismos pueden centrarse en la adquisición y cesión de activos cuyo uso deriva en la generación de flujos de explotación o ajenos a la explotación. Usando la terminología de Larrán (1993 pp. 96-97), los primeros serían flujos funcionales y los segundos, extrafuncionales.

2. Ejemplos de Modelos de Estados de Flujos: Propuestas de las Diversas Regulaciones

2.1 El Cuadro de Financiación del Plan Francés de Contabilidad

Un ejemplo de clasificación en orígenes y aplicaciones es el Cuadro de Origen y Aplicación de fondos propuesto en el Plan General de Contabilidad Francés, aprobado en 1982, (Fernández Peña y Mallo Rodríguez, 1992 pp. II.114-II.117).

CUADRO DE FINANCIACION EN FORMA DE CUENTA

APLICACIONES DE FONDOS	Ej Ej N N-1	ORIGENES DE FONDOS	Ej Ej N N-1
Distribuciones aprobadas durante el ejercicio:		Capacidad de autofinanciación del ejercicio	
Adquisiciones de elementos del activo inmovilizado:		Cesiones o reducciones de elementos del activo inmovilizado:	
Inmovilizaciones inmateriales:		Cesiones de inmovilizaciones:	
Inmovilizaciones materiales:		- inmateriales:	
Inmovilizaciones financieras:		- materiales	
Cargas a repartir entre varios ejercicios (a):		Cesiones o reducciones de inmovilizaciones financieras:	
Reducción de los capitales propios (reducción de capital, detracciones):		Aumento de capitales propios:	
Reembolso de deudas financieras (b):		Aumento de capital o aportaciones:	
		Aumento de otros capitales propios:	
		Aumento de las deudas financieras (b) (c):	
TOTAL APLICACIONES		TOTAL ORIGENES	
VARIACION DEL FONDO DE MANIOBRA (origen neto):		VARIACION DEL FONDO DE MANIOBRA (empleo neto):	

- (a) Importe bruto transferido durante el ejercicio.
(b) Excepto cuentas bancarias corrientes y saldos acreedores en bancos.
(c) Sin primas de reembolso en las obligaciones.

La Capacidad de Autofinanciación del Ejercicio, medida de los recursos generados internamente, se determina a partir de una variable intermedia, el Excedente Bruto de Explotación, según el siguiente esquema:

+	Margen comercial
+	+ Ventas de mercaderías
-	- Coste de adquisición de mercaderías
+	Producción del ejercicio
+	+ Producción vendida
+	+ Producción almacenada
+	+ Producción inmovilizada
-	- Disminución de existencias de productos terminados
-	Consumos del ejercicio procedentes de terceros
=	<hr/> Valor Añadido

+	Subvenciones de explotación
-	Impuestos, tasas y conceptos asimilados
-	Cargas del personal
<hr/>	
=	Excedente Bruto (o Insuficiencia Bruta) de Explotación
+	Transferencia de cargas (de explotación)
+	Otros productos (de explotación)
-	Otras cargas (de explotación)
+/-	Cuotas partes del resultado sobre operaciones hechas en común
+	Productos financieros (a)
-	Cargas financieras (b)
+	Productos extraordinarios (c)
-	Cargas extraordinarias (d)
-	Participación del personal en los beneficios de la expansión
-	Impuesto sobre beneficios
<hr/>	
=	Capacidad de Autofinanciación del Ejercicio

- (a) Excepto recuperaciones sobre provisiones.
- (b) Excepto dotaciones a las amortizaciones y a las provisiones financieras.
- (c) Excepto: productos de cesiones de inmovilizaciones; cuotas partes de subvenciones de inversión transferidas al resultado del ejercicio; y reintegración de provisiones extraordinarias.
- (d) Excepto: valor contable de las inmovilizaciones cedidas; y dotaciones para amortizaciones y provisiones extraordinarias.

Obsérvese que la Capacidad de Autofinanciación del Ejercicio se calcula antes del reparto del resultado, el cual aparece como una aplicación de fondos en el primero de los epígrafes del lado izquierdo del Cuadro de Financiación. En cuanto a la eliminación del resultado de la enajenación de inmovilizado, el mismo forma parte del origen de fondos por la cesión de inmovilizaciones. Igualmente, la eliminación de la parte de subvenciones de capital traspasadas al resultado del ejercicio implica recoger el origen

total por las subvenciones recibidas en un epígrafe aparte, concretamente en los aumentos de capitales propios, ya que es esa también la calificación en Balance de las subvenciones de esta naturaleza. Tampoco forman parte del mismo las diferencias de cambio devengadas sobre las partidas que quedan fuera del concepto de fondo de maniobra.

Reseñar, en cambio, que los recursos autogenerados así calculados lo son una vez restado el impuesto sobre beneficios y los gastos financieros, sumándose los ingresos financieros.

La segunda parte del Cuadro de Financiación se refiere al desglose de las variaciones del fondo de maniobra en variaciones de explotación, variaciones ajenas a la explotación y variación en la tesorería:

Variación del Fondo de Maniobra neto global:	Ejercicio N			Ejercicio N-1
	Aplicación	Origen	Saldo	Saldo

Variaciones <<Explotación>>:

Variaciones de los activos de explotación:

- Existencias y en curso:
- Anticipos y adelantos sobre pedidos:
- Créditos a clientes y cuentas relacionadas y otros créditos de explotación (a):

Variación del Fondo de Maniobra neto global:	Ejercicio N			Ejercicio N-1
	Aplicación	Origen	Saldo	Saldo

Variación de las deudas de explotación:

- Anticipos y adelantos recibidos sobre pedidos en curso:
- Deudas, proveedores, cuentas relacionadas y otras deudas de explotación (b):

Totales:

A. Variación neta <<Explotación>> (c):

Variaciones <<Fuera de explotación>>:

Variaciones de otros deudores (a) (d):

Variaciones de otros acreedores (b):

Totales:

B. Variación neta
<<Fuera de explotación>> (c):

Variación <<Tesorería>>:

Variación de disponibilidades:

Variación de cuentas corrientes y saldos acreedores en bancos:

Totales:

C. Variación neta <<Tesorería>> (c):

Variación del Fondo de Maniobra Neto Global:
Total (A + B + C)

Empleo neto
u
Origen neto

- (a) Comprendidas las cargas anticipadas según afecten o no a la explotación.

- (b) Comprendidos los productos anticipados, según afectan o no a la explotación.
- (c) Los importes van acompañados del signo (+) cuando el origen es mayor que las aplicaciones y el signo (-) en caso contrario.
- (d) Comprendidos los valores mobiliarios de colocación.

Debemos hacer notar que los préstamos y deudas asimiladas se clasifican en el Balance en cuentas de capital, con independencia de su vencimiento a largo o a corto plazo. No forman parte, por tanto, en ningún caso del fondo de maniobra. Lo mismo ocurre con los préstamos y créditos concedidos, distintos de los valores mobiliarios de colocación o cartera de títulos de negociación. Es de destacar la separación de las variaciones de las necesidades de fondo de rotación (básicamente existencias, clientes, proveedores; relacionadas directamente con el ciclo de explotación), del resto de partidas de capital circulante, "pero sin explicar cómo tales parámetros han sido influenciados por las operaciones económicas" (Folegot, 1985 p. 10).

El Plan Francés aporta también un modelo similar al anterior en forma de lista, empezando por los orígenes, en la parte del cálculo de las variaciones del fondo de maniobra neto global, es decir, en el registro de las operaciones que modifican la autofinanciación y las inversiones y las fuentes de financiación permanentes. El modelo de utilización de la variación del fondo de maniobra, esto es, el desglose de las variaciones en las partidas de circulante es, en cambio, similar al anterior.

2.2 El Formato del SFAS N° 95

El formato de estado de flujos de tesorería del SFAS N° 95 propuesto en los EE.UU. por el FASB es un ejemplo de clasificación por operaciones, distinguiendo actividades corrientes, de inversión o de financiación. Su precedente se halla en los trabajos de Eric Helfert, a principios de la década de los setenta, y que fue el primero en estructurar el análisis contable en tres áreas: operativa, de actividades de financiación y la de actividades derivadas de decisiones de carácter discrecional (Gentry, Newbold y Whitford, 1990 p. 41). Otro antecedente lo tenemos en los trabajos de Loyd Heath (1978 p. 97, 100-102), que nos habla no de uno, sino de tres estados de flujos diferentes: estado de cobros y pagos, estado de actividades de financiación y estado de actividades de inversión, como forma de mejorar la presentación del estado de cambios en la situación financiera de la APB Opinion N° 19, perfectamente asimilables a las categorías de flujos por operaciones finalmente recogidas por el FASB.

Siguiendo la estructura y la clasificación del SFAS n° 95, los flujos de fondos se dividen, por tanto, en:

- . Flujos por operaciones corrientes
- . Flujos por operaciones de inversión
- . Flujos por operaciones de financiación

Esta clasificación presenta la ventaja de ofrecer una aproximación más sencilla para el establecimiento de relaciones significativas entre las diferentes actividades de la empresa. Dicha ordenación es coherente con un punto de vista funcional del Balance, es decir, con separación de activos funcionales y extrafuncionales o ajenos a la explotación, y diferenciando de igual forma el pasivo exigible, al margen de su vencimiento.

Los flujos de las operaciones corrientes los entiende el FASB definidos por exclusión de los que no tienen la consideración de flujos por operaciones de inversión y financiación, así que comenzaremos por referirnos a estas dos últimas categorías.

A) Flujos por Operaciones de Inversión:

Los flujos por actividades u operaciones de inversión comprenden la concesión de créditos por la empresa a terceros y sus amortización; la adquisición o venta de inversiones financieras, de inmuebles, de maquinaria, y en general de activos utilizados por la empresa en la producción de bienes o servicios, exceptuadas las existencias (FASB, 1987 pars. 15-17).

El borrador del SFAS N° 95 presentaba un vano intento de separar los flujos por inversiones de mantenimiento de los que constituían un incremento en la capacidad productiva de la empresa, que representaría al "cash-flow libre" del ejercicio,

variable empleada en la valoración de empresas por descuento de los flujos de caja futuros. No obstante, las dificultades para llevar a cabo tal discernimiento de una manera objetiva aconsejaron la no realización de dicho desglose.

B) Flujos por Operaciones de Financiación:

En cuanto a los flujos por operaciones de financiación, se derivan fundamentalmente de la obtención de recursos propios, la remuneración a los mismos vía dividendos activos, la obtención de préstamos bancarios y la remuneración y devolución de los mismos, así como la emisión y amortización de empréstitos y otros valores negociables, y los flujos de tesorería derivados de la adquisición y enajenación de acciones y obligaciones propias (FASB, 1987 pars. 18-21).

La información sobre operaciones de inversión y financiación que no dan lugar a variaciones de tesorería en el ejercicio, como por ejemplo la conversión de deudas en recursos propios o la adquisición de activos con deudas, queda fuera de los epígrafes propios del estado de flujos de tesorería propuesto por el SFAS N° 95. No obstante, se debe informar sobre dichas operaciones en un anexo explicativo (FASB, 1987 par. 70).

C) Flujos por Operaciones Corrientes:

Según lo anterior, los flujos de las operaciones corrientes se referirán, en principio, a los que provengan de las actividades de producción y distribución de bienes y a la prestación de servicios que forman parte del objeto social de la empresa. (FASB, 1987 pars. 21-24). No obstante, su determinación a partir de la cuenta de resultados implica la consideración de otra serie de flujos como los procedentes del registro de dividendos a cobrar y de intereses explícitos a cobrar o a pagar por créditos y débitos de la empresa. La justificación de lo anterior se basa en el empleo del estado de flujos para la evaluación de la calidad de los beneficios, mediante su comparación con los flujos operativos (Emmanuel, 1988 p. 18).

En cuanto a los flujos de caja por contratos de futuros, forward, opciones y swaps que sean cobertura de otras transacciones, los mismos deben clasificarse en el epígrafe que se refiere a la operación cubierta, tal y como se prescribe en el SFAS N° 104 (FASB, 1989b par. 6).

El desglose de los flujos de tesorería por operaciones corrientes puede hacerse, bien por ajuste del saldo de pérdidas y ganancias, lo que constituye el denominado **método indirecto** o de conciliación, bien separando los cobros y pagos operativos, es decir, según el llamado **método directo**. De todas formas, de seguirse este último procedimiento se debe incluir también, en un anexo al estado de flujos, una conciliación de los flujos de

tesorería operativos con el saldo de pérdidas y ganancias (FASB, 1987 par. 29), con lo cual, en la práctica ambos modelos sólo se diferencian en el desglose o no de los cobros y pagos por operaciones corrientes.

En el formato directo, la información mínima a reflejar con separación del resto de flujos es (FASB, 1987 par. 27):

- a) Cobros de clientes, incluidos arrendatarios, concesionarios y similares.
- b) Intereses y dividendos cobrados.
- c) Otros cobros operativos, en su caso.
- d) Pagos al personal y otros proveedores de bienes y servicios, incluidos los servicios por seguros, publicidad y similares.
- e) Intereses pagados.
- f) Impuestos sobre beneficios pagados.
- g) Otros pagos operativos, en su caso.

Por el método indirecto, se exige ajustar del resultado las siguientes partidas (FASB, 1987 par. 28):

- a) Las cuentas que representan flujos de caja en ejercicios pasados, tales como las variaciones de existencias, ingresos y gastos diferidos y similares, etc.; y todos los saldos de activos y pasivos que vayan a generar cobros o pagos operativos en el futuro, tales como las variaciones en débitos y créditos.
- b) Los efectos de todos los conceptos cuyas variaciones de tesorería proceden de operaciones de inversión o financiación, tales como la depreciación, amortización del fondo de comercio, y beneficios o pérdidas por enajenación de inmovilizado material y operaciones extraordinarias (relacionadas con operaciones de inversión) y beneficios o pérdidas por cancelación de deudas (que es una operación de financiación).

El SFAS N° 95 no propone un modelo concreto de estado de flujos de tesorería. Tampoco se explicita que dicho modelo siga un formato de lista o de cuenta, pero en base a sus definiciones de flujos por operaciones, hechas las consideraciones anteriores, un ejemplo, en forma de lista, sería:

Estado de Flujos de Tesorería según el SFAS N° 95:

1º) Método Directo:

A) Flujos de Tesorería por Operaciones Corrientes:

- I. Cobros de clientes
- II. Cobros de intereses y dividendos
- III. Otros cobros operativos
- IV. (Pagos a proveedores)
- V. (Pagos al personal)
- VI. (Pagos por otros gastos corrientes)
- VII. (Pagos de intereses)
- VIII. (Pagos por Impuesto sobre beneficios)
- IX. (Pagos por otros tributos)

B) Flujos de Tesorería por Operaciones de Inversión:

- I. Cobros por ventas de inmovilizado
 - a) de inmovilizado inmaterial
 - b) de inmovilizado material
 - c) de inmovilizado financiero
- II. (Pagos por compras de inmovilizado)
 - a) de inmovilizado inmaterial
 - b) de inmovilizado material
 - c) de inmovilizado financiero
- III. (Pagos por gastos de establecimiento)
- IV. Cobros por ventas de inversiones financieras temporales
- V. (Pagos por compras de inversiones financieras temporales)
- VI. Cobros por adquisición de acciones propias
- VII. (Pagos por enajenación de acciones propias)

C) Flujos de Tesorería por Operaciones de Financiación:

- I. Cobros por préstamos y créditos recibidos
- II. (Pagos por reembolso de préstamos y créditos)
- III. Cobros por ampliaciones de capital
- IV. (Pagos por reducciones de capital)
- V. (Pagos por dividendos)
- VI. Cobros por subvenciones de capital

Variación de Tesorería en el Ejercicio (A)+(B)+(C)

+ Saldo Inicial de Tesorería

= Saldo Final de Tesorería

2°) Determinación de los Flujos de Tesorería de las Operaciones Corrientes por el Método Indirecto:

Saldo de Pérdidas y Ganancias:

- + Amortizaciones y dotaciones a provisiones
- (Trabajos realizados para el inmovilizado)
- +(-) Diferencias de cambio negativas (positivas)
- +(-) Gastos (ingresos) derivados de partidas diferidas
- +(-) Pérdidas (beneficios) por enajenación de inmovilizado
- +(-) Pérdidas (beneficios) por enajenación de inversiones financieras temporales
- +(-) Pérdidas (beneficios) por enajenación de acciones propias
- (Aumento de créditos corrientes)
- (Aumento de existencias)
- + Aumento de débitos corrientes

Flujos de Tesorería por Operaciones Corrientes

2.3. El Formato del FRS N° 1

El criterio de clasificación de los flujos, en este caso también de tesorería, postulado por el FRS N° 1 del Accounting Standards Board (ASB, 1991), sin abandonar la agrupación por operaciones, ofrece un desglose superior, dando respuesta a las posibles incoherencias en el tratamiento de intereses y dividendos. Se establece así una categoría reservada a recoger los retornos de inversiones y las remuneraciones a los proveedores de fondos, separada de los flujos operativos. También se separan los flujos consecuencia de las transacciones de carácter impositivo derivadas de la tributación sobre el beneficio empresarial. En conclusión, los flujos operativos del formato de estado de flujos de tesorería operativos del FRS N° 1 responden a un concepto estricto de flujos de caja de

explotación, antes de intereses e impuestos.

Se distinguen, por tanto, las siguientes categorías (ASB, 1991 par. 1):

- a) Flujos por operaciones corrientes.
- b) Flujos por intereses y dividendos
- c) Flujos por imposición sobre beneficios.
- d) Flujos por operaciones de inversión.
- e) Flujos por operaciones de financiación.

Básicamente dicho criterio de clasificación de los flujos de tesorería se distingue por la separación de los cobros y pagos por intereses y dividendos, de forma que los flujos operativos lo son antes de la remuneración a accionistas y prestamistas. De igual forma, la segregación de los flujos derivados de la imposición sobre el beneficio de la empresa evita tener que discernir qué parte del impuesto se refiere a resultados de explotación, financieros o extraordinarios.

En cuanto al desglose de aumentos y disminuciones, el FRS N° 1 no deja lugar a dudas al decantarse sobre un formato de lista, haciendo aparecer un subtotal que informe sobre los flujos netos de tesorería antes de las operaciones de financiación (ASB, 1991 par. 12).

Otra particularidad es que la conciliación de los flujos netos de tesorería por operaciones corrientes con los resultados

debe hacerse no con el saldo de pérdidas y ganancias, sino a partir del beneficio de explotación: por tanto, antes de restar los intereses e impuestos (ASB, 1991 par. 17). Lo anterior es coherente con la exclusión de intereses e impuestos del concepto de flujos operativos.

2.4 El IAS N° 7

Los epígrafes de la clasificación por operaciones del IAS N° 7 (IASB, 1992 par. 10) no aportan ninguna variación con respecto al formato del SFAS N° 95: se siguen agrupando, por tanto, en las tres categorías conocidas: flujos operativos, de inversión y de financiación.

En esta norma, no obstante, encontramos una definición expresa de flujos operativos, así en su parágrafo 14 dice que tales flujos "... se derivan fundamentalmente de las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la empresa. Por tanto, proceden de las operaciones y otros sucesos que entran en la determinación de los beneficios o pérdidas netas".

Esta definición casa, por tanto, con la aplicación del método indirecto para la determinación de los flujos operativos. No obstante, en el parágrafo 18 se alude a la posibilidad de elegir entre la conciliación con el resultado y el método directo o de presentación separada de los flujos operativos brutos.

Se puede pensar, también, que el IASC da la razón al FASB en cuanto a la clasificación de intereses y dividendos, dado que no crea un epígrafe separado para los mismos. El IAS N° 7, no obstante, permite considerar opcionalmente los intereses y dividendos cobrados como flujos por operaciones de inversión, así como conceder el mismo tratamiento a intereses y dividendos pagados, en el seno de los flujos de financiación (IASC, 1992 par. 33).

En cuanto a los flujos por impuesto sobre beneficios, se inscriben inicialmente entre los flujos de caja operativos, pero se cita la posibilidad de que exista información suficiente como para clasificarlos según la naturaleza de la operación - corriente, de inversión o de financiación- sujeta al impuesto (IASC, 1992 par. 14).

2.5 Otros Ejemplos de Formatos por Operaciones

En Japón, (MOF N° 74, 1986) la categorización de los flujos de tesorería por operaciones separa a los mismos en flujos del negocio o de la explotación y flujos de financiación, separando ambos en flujos de entrada y salida, se sigue, por tanto, el método directo. La estructura básica sería:

I. Flujos de Tesorería de las Actividades del Negocio

Entradas de Tesorería:

1. Cobros de explotación
2. Cobros por rendimientos no de explotación
3. Cobros por ventas de inmovilizado funcional y de inversiones financieras

Salidas de Tesorería:

1. Pagos de explotación
2. Pagos por rendimientos no de explotación
3. Pagos por adquisición de inmovilizado funcional y de inversiones financieras
4. Pagos posteriores al cierre de cuentas del ejercicio anterior

II. Flujos de Tesorería de las Actividades de Financiación

Entradas de Tesorería:

1. Cobros por deudas a corto plazo
2. Cobros por deudas a largo plazo
3. Cobros por ampliación de capital
4. Otros cobros por actividades de financiación

Salidas de Tesorería:

1. Pagos por amortización de deudas a corto plazo
2. Pagos por amortización de deudas a largo plazo
3. Otros pagos por actividades de financiación

A los flujos por operaciones tal y como se definen por el SFAS N° 95, incluidos los flujos netos de intereses y los cobros de dividendos, los flujos de las actividades del negocio añaden los derivados de adquisiciones y cesiones de inmovilizado y de inversiones financieras, así como los derivados de la aplicación del resultado antes de impuestos del ejercicio anterior (pagos por dividendos, impuestos, participación en beneficios de administradores y empleados). Los flujos por operaciones, no obstante, aparecen divididos en los relacionados y los no relacionados con el resultado de explotación.

En cuanto a los flujos de financiación, se refieren estrictamente a operaciones de captación de recursos de accionistas y prestamistas, así como a los reembolsos a que den lugar tales operaciones, sin incluir, por tanto, dividendos e intereses.

En Francia, la Recommandation N° 1-22 de l'Ordre des Experts-Comptables et des Comptables Agréés (1988) sigue un criterio de clasificación directamente inspirado en el SFAS N° 95, aunque con alguna peculiaridad, como es el caso de la posibilidad de considerar como flujos positivos de inversión las subvenciones de capital. Alternativamente, también podrían ser considerados como flujos por operaciones de financiación.

El Modelo de la Banque de France, que data de 1977, ya recogía por separado la remuneración del ejercicio a los suministradores de fondos (accionistas y acreedores) y el impuesto sobre beneficios. Sólo se diferencia del FRS N° 1 en que agrupa bajo la denominación de flujos de reparto a los derivados de gastos por intereses, reparto de resultados e impuesto sobre beneficios (Albouy, 1987 p. 8). Su esquema básico sería:

a) Explotación:

+	Excedente Bruto de Explotación.
+	Otros recursos procedentes de las operaciones ajenos a la explotación.
-	Variación del capital circulante (*)
<hr/>	
=	Flujos de caja operativos

(*) Excepto tesorería, intereses a corto plazo de deudas y deudas a corto plazo para la financiación del inmovilizado.

b) Reparto:

- Gastos financieros
- + Aumento de deudas por intereses
- Impuesto sobre Beneficios
- Reparto de beneficios

c) Inversiones:

- Inversiones industriales.
- Inversiones financieras.
- + Aumento de deudas para la financiación del inmovilizado.

= Empleos totales (b) + (c)
(Suma algebraica de los flujos de reparto e inversiones)

- + Flujos de caja operativos
- Empleos totales

= Necesidades de financiación

d) Fuentes de financiación

- + Aumento de fondos propios
- + Aumento de deudas financieras a largo plazo
- + Aumento de otras deudas a largo plazo

= Total de fuentes de financiación estables

- + Necesidades de financiación
- + Total de fuentes de financiación estables

= Variación de tesorería

3. Propuestas Doctrinales: Formatos para el Análisis de Flujos Reales y Financieros

3.1. Valor Añadido y Flujos Operativos

Los formatos recogidos en el epígrafe anterior recogían fundamentalmente flujos de circulación financiera, pero tales flujos, singularmente los operativos, tienen como antecedente un

flujo económico, determinado conforme al principio del devengo, como es el valor añadido.

La determinación del valor añadido, definido éste como la diferencia entre el valor de la producción y los consumos externos, se encuentra sujeta a diversas alternativas (Gallizo, 1990 pp. 82-94):

- 1º) Según la definición de los gastos o consumos externos.
 - a) Incluyendo los consumos de capital (amortizaciones y arrendamientos de inmovilizado).
 - b) Excluidos los consumos de capital.
- 2º) En función de la definición de valor de producción:
 - a) Como producción vendida
 - b) Como producción vendida, almacenada e inmovilizada (trabajos realizados para el inmovilizado).

En el primer caso sólo se restan los gastos externos incorporados a los productos vendidos. Siguiendo el concepto ampliado de valor de la producción, se incluirían también los gastos imputados a la producción no vendida.

Resulta, pues, interesante realizar una conciliación entre valor añadido y flujos de caja operativos. Un ejemplo de la relación entre el estado de valor añadido y el estado de flujos de tesorería es el desarrollo gráfico realizado por Dormagen (1991, p. 105). El primer precedente lo tenemos, no obstante, en el Cuadro Plurianual de Flujos Financieros propuesto por G. de Murard (1977). Este autor distingue cuatro niveles de agrupación:

- a) Explotación, crecimiento y resultados
- b) Financiación del crecimiento por el resultado
- c) Endeudamiento neto y sus contrapartidas
- d) Otros flujos financieros

En el primer nivel, partiendo de la cifra de negocios, y obteniendo como resultado intermedio el valor añadido, se llega al resultado bruto de explotación.

El segundo escalón, partiendo del resultado bruto de explotación, restando la variación en el capital circulante de explotación, lleva al excedente de tesorería de explotación que, una vez aplicado a las inversiones industriales (no financieras), deriva en un saldo económico o de explotación.

El endeudamiento neto y sus contrapartidas recoge las variaciones de deudas y gastos financieros, impuesto sobre beneficios y reparto de resultados, para calcular lo que Murard llama saldo financiero.

Los flujos financieros no recogidos en los saldos de explotación y financiero, tales como las ampliaciones de capital o las inversiones financieras, se incluyen en el último apartado, que sirve de conciliación con la variación de la tesorería.

En la página siguiente se expone el formato de cuadro plurianual que se deriva la ordenación anteriormente expuesta.

Cuadro Plurianual de Flujos Financieros
Explotación, Crecimiento y Resultado:
Cifra de negocios - Aprovisionamientos - Servicios exteriores = Valor Añadido - Tributos - Gastos de personal - Otros gastos de explotación + Otros ingresos de explotación = Resultado bruto de la explotación
Financiación del Crecimiento por el Resultado:
- Variación de necesidades del fondo de rotación (variación de stocks, deudores y acreedores no financieros). = Excedente de tesorería de explotación - Inversiones industriales = Saldo de Explotación (A)
Endeudamiento Neto y sus Contrapartidas:
+ Variación de las deudas - Gastos financieros - Impuesto sobre beneficios - Beneficios distribuidos = Saldo Financiero (B)
Otros Flujos Financieros:
+ Saldo Corriente (A) + (B) (Saldo de Explotación + Saldo Financiero) + Ingresos financieros + Resultados por enajenación + Ampliaciones de capital + Otros ingresos extraordinarios - Otros cargos extraordinarios - Inversiones financieras netas = Variación de tesorería

La utilidad del desglose propuesto por Murard se basa en la hipótesis de que el crecimiento sería equilibrado si a medio plazo el saldo de explotación acumulado es ligeramente positivo y el saldo financiero, levemente negativo. En suma, la expansión de la empresa depende en última instancia del resultado bruto de la explotación, que sirve para financiar tanto las necesidades del fondo de rotación como las inversiones en el inmovilizado funcional. El saldo que reste de las aplicaciones anteriores lo redenomina Murard (1991) como Disponible Después de la Financiación Interna del Crecimiento (DAFIC)¹, que constituye la variable fundamental de cara al análisis del estado de flujos. No en vano, como afirma Ternisien (1991a p. 27), "un cuadro de financiación no es más que un documento de síntesis cuyo único objetivo es mostrar cómo la empresa financia sus inversiones", afirmación que resume muy claramente las bases teóricas de la doctrina francesa. Se parte de la premisa de que el DAFIC indica la relación existente entre la tasa de crecimiento medida por la variación del valor añadido en unidades monetarias constantes y la rentabilidad económica neta (Hoarau, 1989 p. 594-595).

A estos efectos, la rentabilidad económica neta se define como la suma de la tasa de crecimiento real del valor añadido, más el cociente entre el saldo de explotación previsto y las inversiones realizadas en inmovilizado funcional y en el capital circulante necesario, de forma que, a largo plazo, un crecimiento equilibrado implique que dicho cociente se anule y la

¹ En realidad la paternidad del término se debe a Bernard Gaultier, antiguo responsable financiero del grupo Rhône-Poulenc (Ternisien, 1990 p. 49).

rentabilidad económica neta tienda a ser igual a la tasa de crecimiento real del valor añadido (Ternisien, 1990 pp. 88-90).

Siendo:

RBE: Resultado Bruto de Explotación
Im: Inversiones de mantenimiento en el ejercicio.
Ic: Inversiones de crecimiento en el ejercicio.
DAFIC: Disponible después de la financiación interna del crecimiento (Saldo de Explotación).

$$RBE - Im - Ic = DAFIC;$$

$$RBE - Im = Ic + DAFIC;$$

y dividiendo los dos miembros por las inversiones totales (total activo):

$$\frac{RBE - Im}{TA} = \frac{Ic + DAFIC}{TA}$$

Los cocientes anteriores suponen un indicador de rentabilidad económica, dado que el numerador refleja un resultado bruto, menos el coste de mantenimiento del capital. Considerando constante el coeficiente de capital, las inversiones de crecimiento se hallarán en relación directa con la tasa de crecimiento real del valor añadido, luego:

$$Re = \frac{Ic + DAFIC}{TA} = \frac{c.TA + DAFIC}{TA} = c + \frac{DAFIC}{TA}$$

donde:

Re: Rentabilidad económica.

c: Tasa de crecimiento real del valor añadido

En dicho equilibrio, la tasa de crecimiento real del valor añadido se iguala también al tipo de interés real, de forma que el saldo financiero tienda a cero, dado que resulta inmediato demostrar que el aumento de las deudas menos los intereses es una función de la diferencia entre ambas tasas (Ternisien, 1990 p. 97).

3.2 Clasificación según la Teoría Financiera: Flujos para el Accionista

Retomando la idea de Murard de agregar los flujos de tesorería de la explotación y los flujos de las actividades de inversión, Hans Peter Moeller (1995), basándose en la separación que hace Lawson de los flujos de la empresa en flujos de inversión y financiación², construye un modelo de estado orientado al estudio de los flujos que pertenecen en última instancia a los accionistas. Se definen así los "flujos de

² En el capítulo siguiente, en el apartado de equilibrio entre flujos, se desarrolla más ampliamente dicho modelo.

tesorería orientados hacia el beneficio" frente a los flujos de tesorería "neutrales" o sin impacto en el beneficio, entendido éste como renta para los accionistas. La comparación de los dividendos con los flujos de tesorería orientados hacia el beneficio permite conocer si la empresa genera un déficit de financiación, si los primeros son mayores que los segundos, o, en caso contrario, la empresa se financia -obtiene liquidez- de sus beneficios retenidos (Moeller, 1995 p. 4).

Los flujos de tesorería orientados hacia el beneficio, quizá mejor definidos como flujos orientados hacia el accionista, comprenden tanto los cobros y pagos de explotación, como los pagos y cobros de intereses; pagos de impuestos; así como otros pagos y cobros derivados de adquisiciones y cesiones de inmovilizado y de inversiones financieras.

Los flujos de tesorería neutrales para el accionista, es decir, que no suponen una variación de la riqueza, se corresponden con los flujos por actividades de financiación, en su definición restrictiva de variaciones de deudas y ampliaciones o reducciones de capital.

Para el cálculo de la variación del ejercicio en los saldos de tesorería, sólo restaría incorporar los pagos por dividendos.

La estructura del modelo, separando entradas y salidas de tesorería, sería:

Entradas de Tesorería:

- I. Cobros de tesorería neutrales para el accionista:**
 - 1. Cobros por deudas
 - 2. Cobros por emisión de acciones y participaciones
 - 3. Cobros por amortización de créditos a largo plazo concedidos por la empresa
- II. Cobros orientados hacia el beneficio:**
 - 1. Cobros por ventas y prestaciones de servicios
 - 2. Cobros por venta de activos funcionales
 - 3. Cobros de intereses
 - 4. Cobros por venta de acciones
etc.
- III. Saldo de Tesorería al inicio del ejercicio:**

Salidas de Tesorería:

- I. Pagos de tesorería neutrales para el accionista:**
 - 1. Pagos por amortización de deudas
 - 2. Pagos por reducción de capital
 - 3. Pagos por créditos a largo plazo concedidos
- II. Pagos orientados hacia el beneficio:**
 - 1. Pagos por compras y servicios recibidos
 - 2. Pagos por compra de activos funcionales
 - 3. Pagos de intereses
 - 4. Pagos por compra de acciones
etc.
- III. Saldo de Tesorería al cierre del ejercicio:**
(Saldo inicial, más cobros del ejercicio, menos pagos del ejercicio)

3.3 Clasificación según la Teoría de la Entidad: Flujos que Determinan el Valor de la Empresa

La propuesta de Murard, al relacionar directamente valor añadido y flujos de tesorería es un primer paso en la consideración de los estados de circulación financiera clasificados por operaciones desde un punto de vista más amplio

que el del accionista de la empresa. Falla, sin embargo, en considerar que los flujos por operaciones de financiación a la larga deben hacerse nulos, siendo ésta una premisa válida para un sistema macroeconómico particular, de tipo cerrado, siendo más propio de pequeñas y medianas empresas (Stolowy, 1988 p. 93), pero no al nivel micro-económico de una empresa capaz de captar fondos en los mercados de capitales.

Otro camino en este sentido es el seguido por Charreaux (1984), que basándose en los trabajos de Poncet y Portrait (1978), y de Levasseur (1979), clasifica los flujos en función del objetivo de medir las variaciones de valor de la empresa. Dicho valor, según la teoría financiera moderna, depende de los flujos que finalmente acaben en manos de los agentes suministradores de fondos, ya sean accionistas o prestamistas, pero, al menos en ausencia de impuestos, es independiente de la estructura financiera de la empresa (Modigliani y Miller, 1958)

Los flujos con los accionistas se derivan fundamentalmente de orígenes (desde el punto de vista de la empresa) por ampliaciones de capital y aplicaciones por el pago de dividendos.

Los flujos con los prestamistas consisten básicamente en orígenes por préstamos concedidos a la empresa y aplicaciones por reembolsos de principal y por el abono de intereses.

La suma de los flujos de la empresa con accionistas y prestamistas se agrupa bajo la denominación de flujos

financieros, los cuales deben equivaler a los flujos reales, esto es, el beneficio bruto de explotación más las inversiones en capital circulante e inmovilizado productivo. Tales flujos reales vendrían a coincidir con la suma de los flujos de tesorería de explotación y los flujos por inversiones industriales brutas.

Ahora bien, la equivalencia anterior sólo se cumple una vez restado el impuesto sobre beneficios. Así, tomando parcialmente la terminología de Charreaux (1984 p. 1139-1140) siendo:

- A_t : Flujos netos con los accionistas en el ejercicio "t".
- C_t : Flujos netos con los prestamistas en el ejercicio "t".
- EBE_t : Excedente o beneficio bruto de explotación del ejercicio "t".
- IGB_t : Inversión global bruta del ejercicio "t".
- IMB_t : Impuesto sobre el beneficio del ejercicio "t".

Se cumpliría la siguiente igualdad:

$$A_t + C_t = EBE_t + IGB_t - IMB_t$$

Dado el carácter deducible de los gastos financieros, el impuesto sobre beneficios se puede desglosar en un flujo real por el impuesto que correspondería pagar antes de restar los intereses de la base imponible -impuesto para un endeudamiento cero ($IMSD_t$) - y un flujo financiero por el ahorro de impuestos obtenido al deducir los gastos financieros (AII_t).

$$IMB_t = IMSD_t - AII_t$$

Y separando los flujos financieros (primer miembro) de los flujos reales (segundo miembro), se tendría:

$$\underbrace{A_t + C_t - AII_t}_{\text{Flujos financieros}} = \underbrace{EBE_t + IGB_t - IMSD_t}_{\text{Flujos reales}}$$

De este modo, el valor de la empresa puede ser calculado indistintamente a partir de una y otra clase de flujos.

En base a la ecuación de equilibrio anterior, el formato de estado de flujos propuesto es el siguiente:

I. Flujos Reales:

+	Resultado Bruto de Explotación
-	Variación de las Necesidades del Fondo de Rotación
=	Excedente de Tesorería de Explotación
-	Impuesto teórico (para un endeudamiento cero)
+/-	Otros productos y cargas extraordinarios
=	Excedente de Tesorería de Explotación Corregido
-	Adquisiciones de Inmovilizado Funcional
+	Enajenaciones de Inmovilizado Funcional
=	Flujos Industriales (A)
-	Adquisiciones de Inversiones Financieras
+	Enajenaciones de Inversiones Financieras
+	Ingresos financieros
=	Flujos por Operaciones Financieras (B)
-	Aumento del Disponible o Tesorería (C)
=	FLUJOS GLOBALES POR OPERACIONES REALES (A) + (B) + (C)

II. Flujos Financieros:

+ Ampliaciones de Capital
- Dividendos

= Flujos de Fondos Propios (D)

+ Ahorro de Impuestos por Gastos Financieros Deducibles (E)

+ Variación de las Deudas a Largo Plazo
- Gastos Financieros por Deudas a Largo Plazo

= Flujos por Endeudamiento a Largo Plazo (F)

+ Variación de las Deudas Bancarias a Corto Plazo
- Gastos Financieros por Deudas a Corto Plazo

= Flujos por Endeudamiento a Corto Plazo (G)

= FLUJOS GLOBALES POR OPERACIONES DE FINANCIACION
(D) + (E) + (F) + (G)

4. Discusión sobre Algunas Cuestiones que Afectan a la Clasificación de los Flujos

4.1. Flujos Brutos y Flujos Netos

Los conceptos a incluir en un estado de variación de fondos que informe en términos de flujos brutos no debe compensar los de un signo con los de otro, pese a que se deriven de operaciones de la misma naturaleza. Así, por ejemplo, no deben compensarse las aplicaciones de recursos por adquisición de inversiones con los orígenes producto de su enajenación. Existen, no obstante, cierta clase de flujos que en razón de su elevada rotación a lo largo del ejercicio no atienden al principio anterior.

Es el caso de algunos flujos por adquisición y enajenación de inversiones financieras temporales, así como de algunas operaciones de financiación ajena a corto plazo. Concretando más, el SFAS N° 95 (FASB, 1987 pars. 12-13) indica el deber de informar sobre las variaciones netas de tesorería derivadas de inversiones, créditos concedidos y deudas de rotación elevada, cuantías de importancia y vencimientos próximos, no superiores a tres meses. El IAS N° 7 (IASC, 1992 pars. 22-24) aporta una definición similar. Esta norma cita como ejemplos los anticipos y reembolsos hechos por causa de:

- a) Cantidades importantes relativas a tarjetas de crédito de clientes (en entidades financieras).
- b) Compra y venta de inversiones financieras.
- c) Otros préstamos tomados a corto plazo, por ejemplo los convenidos con períodos de vencimiento de tres meses o menos.

Otra exención al principio de registro de los flujos en términos brutos es la posibilidad de reflejar los flujos netos de tesorería por operaciones corrientes según el método indirecto, es decir, mediante su conciliación con el saldo de pérdidas y ganancias.

4.2 Flujos Operativos: Método Directo versus Método Indirecto

El cálculo y la presentación separada de los flujos brutos de tesorería por las operaciones corrientes o habituales del ejercicio (cobros de clientes, pagos a proveedores, pagos por servicios exteriores, pagos al personal, etc.) da lugar al denominado método directo de elaboración del estado de flujos de tesorería, mientras que la determinación e inclusión en el formato de estado de flujos de tesorería de un único flujo neto de tesorería por operaciones corrientes a partir del saldo de pérdidas y ganancias del ejercicio, atiende al método indirecto o de conciliación.

El método directo cobra mayor sentido en un estado de flujos de tesorería que en el estado de origen y aplicación de fondos, dado que los flujos netos de circulante por las operaciones corrientes son casi equivalentes a los ingresos y gastos reflejados en la cuenta de resultados brutos de explotación. Un origen de circulante por ventas de mercaderías o una aplicación por compras coinciden en la práctica con los ingresos y los gastos devengados por tales hechos.

En las regulaciones que permiten las dos alternativas de presentación de flujos operativos, que son mayoría (SFAS N° 85; FRS N° 1; IAS N° 7), un mayor porcentaje de empresas se ha decantado por el método indirecto (Kronquist y Newman-Limata, 1990 p. 34), más bien por una cuestión de facilidad de formulación. Australia (AASB 1991), Nueva Zelanda (NZSA 1992) y

Japón (MOF 1986) sólo contemplan, sin embargo, el método directo.

Desde un punto de vista de los usuarios de la información contenida en un estado de flujos, en palabras de Allen Seed (1984, p. 54), gestores, analistas financieros, agencias de calificación o rating y analistas de riesgos de bancos comerciales prefieren el método indirecto o de conciliación, mientras que los inversores individuales se decantan por el método directo. Las razones esgrimidas por los primeros serían:

- . El método directo es teórico; no refleja la forma en que se entienden los flujos de fondos.
- . El método directo constituye una herramienta formativa, más que información de utilidad para el análisis.
- . El método indirecto liga la cuenta de resultados al Balance de situación.
- . El método directo desprecia la información contable basada en el principio de devengo.
- . El método directo podría implicar un cambio en el sistema de registro de la empresa.

Hamer y Kistler (1987 p. 20) apuntan, en relación con el penúltimo punto, que usuarios sin una preparación suficiente en contabilidad pueden inferir que los flujos por operaciones

corrientes son un mejor indicador de riqueza que el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Mahoney, Server y Theis (1988 pp. 28-29) añaden como ventaja implícita en el último punto el menor coste del método indirecto, ahorro que se incrementa en la formulación de estados de flujos consolidados, si bien, Austin y Bradbury (1995 p. 83) apuntan la existencia de frecuentes errores en su determinación.

En contra de lo expuesto por Seed, el trabajo de Mahoney identifica al grupo de los prestamistas como el más interesado en la utilización del formato directo, debido no sólo a su congruencia con la presentación de los flujos de las actividades de inversión y financiación, sino porque la información en términos brutos sobre los cobros y pagos operativos resulta relevante en las decisiones sobre operaciones crediticias y en la valoración de la capacidad de una empresa para atender al pago de sus deudas. Este comentario vendría avalado por las conclusiones de un estudio realizado por Thomas Klammer y Sarah Reed (1990 p. 232-233), en el que se constató una menor variabilidad en las decisiones sobre la evaluación de la capacidad de crédito realizada por los empleados de una muestra de bancos estadounidenses cuando el estado de flujos de tesorería analizado mostraba los flujos operativos por el método directo.

En una reciente encuesta realizada en Australia por Jones, Romano y Smyrnios (1995 p. 115), se constató no sólo un amplio apoyo al método directo como solución única, sino que la

aceptación del mismo era creciente a medida que pasa el tiempo, es decir, al crecer la familiaridad de los usuarios con los estados de flujos así formulados.

Para Pizzey (1991) el método directo añade información imposible de encontrar en otra parte de las cuentas anuales, si bien, dicho procedimiento presenta la limitación de no desglosar las variaciones en los componentes significativos del capital circulante: "Es posible calcular esta información del capital circulante mediante una comparación de los epígrafes de los Balances de apertura y cierre, pero no todos los usuarios de los estados financieros están preparados para hacer, o comprender, tales cálculos" (Pizzey, 1991 p. 22). Se desprende de este comentario, por tanto, una opinión contraria a la de Seed, en el sentido de que el método directo es más sencillo de leer, pero no de interpretar. Se comprende así, la necesidad de incluir en todo caso una conciliación entre resultados y flujos operativos. Más aún, se ha llegado incluso a proponer la presentación de un único estado que englobaría a ambos.

4.3. Operaciones de Inversión y Financiación No Monetarias

Ciertas operaciones tanto de inversión como de financiación que no suponen una variación de tesorería, al menos en el ejercicio en que se producen, sí tienen importancia en el análisis de los cambios de la situación financiera, así como en la evaluación de los flujos de caja futuros de la empresa. Es el

caso, por ejemplo, de la conversión de un empréstito en capital, que supone un cambio en la estructura de la financiación externa de la empresa, o la adquisición de activos financiada íntegramente con recursos ajenos, como consecuencia, por ejemplo de una operación de arrendamiento financiero. Existe cierta unanimidad en que las variaciones a que dan lugar tales operaciones deben figurar recogidos de alguna forma. Las opciones que se presentan son las siguientes:

- a) desglosar los flujos, considerando la ficción de un cobro y un pago brutos por la misma cantidad.
- b) Excluir del estado en sí los flujos por operaciones de inversión y financiación no monetarias, reflejándolos en su caso separadamente en un anexo.

La primera solución es la seguida mayoritariamente en los estados de flujos de capital circulante, mientras que la segunda es la preferida en los estados de flujos de tesorería (FASB, 1987 par 70; ASB, 1991 par. 43). Streightoff (1932, p. 215), citado por Rosen y DeCoster (1969, p. 131) justifica la separación ficticia de cobros y pagos siempre que los mismos representen un origen o una aplicación de poder adquisitivo, que sería el verdadero concepto de fondo que interesa conocer. En este caso, no obstante, sería adecuado distinguir entre flujos de financiación funcionales (de capital) y extrafuncionales (no de capital), para separar los flujos por préstamos claramente relacionados con la adquisición, construcción y mejora del

inmovilizado material e inmaterial, de los que se deriven de la captación de fondos sin una asignación específica. Esta separación la podemos encontrar, por ejemplo, en la regulación americana de estados de flujos para las entidades públicas, el Governmental Accounting Standards Board Statement N° 9, de septiembre de 1989 (Kintzele y Kwiatkowski, 1990 p. 52).

Se argumenta, sin embargo, en defensa de la exclusión de las operaciones no monetarias que el reflejo de variaciones en activos y pasivos que no respondan a verdaderos flujos de tesorería puede afectar a la comprensibilidad del estado. Además, reflejar un pago y un cobro ficticios implicaría la necesidad de obtener tales datos fuera de lo que es la clasificación de los cargos y abonos en las cuentas de tesorería. El IAS N° 7 se alinea con las opiniones anteriores, pero alude a que dicha información pueda figurar en cualquier parte de los estados financieros que no sean los propios epígrafes del estado de flujos, lo cual permitiría dicha inclusión en otro epígrafe de la Memoria o Anexo a las cuentas anuales (IASB, 1992 par. 43).

Sin haber dado lugar a transacción alguna, junto a la información sobre operaciones no monetarias resultaría pertinente informar sobre la cuantía de préstamos no dispuestos, y sobre las posibles restricciones que pesen acerca de su disposición. Los anteriores son datos que se suele exigir aparezcan en la Memoria o Anexo, junto a una nota explicativa sobre las variaciones de deudas. Resultaría más útil, quizás, que tales informaciones aparecieran reunidas en un mismo capítulo: un anexo al estado de

flujos, por ejemplo.

4.4. Adscripción a Más de Una Categoría

Otra cuestión conflictiva se refiere a la adscripción de ciertos flujos por operaciones que participan simultáneamente de las características de más de uno de los tipos considerados y sobre cuya clasificación debería atenderse, en principio, a la procedencia predominante de los flujos. Como ejemplo de esta doble adscripción tenemos el caso de una compra a plazos, que implica una doble operación corriente o de explotación y financiera. Si se tratara de una venta de mercaderías a plazos la duda se plantearía entre registrar los cobros como flujos por operaciones corrientes o flujos por operaciones de inversión. En el primer caso, que coincide con la alternativa seguida por las regulaciones analizadas (FASB, 1987 par. 24; IASC, 1992 par. 15), se atendería a la naturaleza original de la operación, mientras que de optar por la segunda alternativa se dispondría del dato real sobre la totalidad de flujos de principal derivados de las operaciones de inversión y financiación.

En el caso de existir gastos devengados capitalizados como coste de producción de inmovilizado, por medio del abono de la cuenta de trabajos realizados para el inmovilizado, se puede plantear la duda sobre si considerar los flujos a que den lugar tales gastos como operativos o de inversión. El IAS N° 7 menciona expresamente que los mismos deben pertenecer a esta segunda

categoría (IASC, 1992 par. 16). Dicha solución implica que la conciliación entre resultados y flujos de caja operativos no elimine el abono en trabajos realizados para el inmovilizado. Alternativamente, se debería excluir tanto la producción inmovilizada como las partidas de gastos a que hacen referencia. Lo anterior implica que la decisión sobre activar o no ciertas partidas, como por ejemplo los gastos de investigación y desarrollo, conduce a una distinta agrupación de flujos, dado que en el segundo caso tales gastos darían lugar a flujos operativos. De hecho, esta es su clasificación habitual en EE.UU., donde no se permite su capitalización.

En el caso de las adquisiciones y enajenaciones de acciones propias, los flujos derivados de tales operaciones pueden ser clasificados como operaciones de financiación, por su analogía con una reducción de capital. No obstante, si la adquisición es una operación a deshacer a corto plazo y tiene como objeto, por ejemplo, el dar liquidez a las acciones de la empresa, se asimilaría a un flujo de fondos derivado de una operación de inversión.

Las operaciones de cobertura derivadas de transacciones de carácter operativo son otro ejemplo de posible ambigüedad en cuanto a la clasificación de los flujos. Operaciones de futuros, opciones, contratos <<forward>>, etc. individualmente considerados darían lugar a flujos calificados como derivados de actividades de inversión. Sin embargo, cuando su origen es la cobertura de una operación comercial deben ir asociados a los

flujos de la transacción principal (ASB, 1991 par. 82; IASC, 1992 par. 16.h).

En un arrendamiento financiero, el pago de las cuotas del leasing incorpora tanto los intereses como la parte de coste de recuperación del bien. Lo mismo ocurre en el pago periódico de las cuotas de un préstamo. En ambos casos se debe separar el principal de los intereses. En cuanto al primero, se considera un flujo negativo por operaciones de financiación. De nuevo nos encontramos con que la activación o no del precio de adquisición de un bien objeto de un arrendamiento financiero dará lugar a una diferente clasificación de los flujos, ya que en el segundo caso, al igual que ocurre si se alquila el bien, la totalidad de los pagos tendrían carácter operativo. Con respecto a la clasificación de los intereses, comentaremos a continuación las diferentes soluciones posibles.

4.5. Clasificación de Gastos e Ingresos Financieros

La adscripción de flujos derivados del abono de intereses y del cobro de ingresos financieros en general a la categoría de flujos operativos no ha dejado de ser cuestionada pues antepone una cuestión de método a la ubicación de tales flujos entre las operaciones de inversión y financiación de las que se derivan. Se argumenta que los cobros y pagos por intereses tienen una naturaleza regular y contribuyen a la financiación del ciclo de explotación a corto plazo. La polémica queda saldada por el SFAS

N° 95 con la obligatoriedad de separar tales pagos y cobros del resto de flujos de tesorería operativos (FASB, 1987 par. 27).

El IAS N° 7 tampoco resuelve la cuestión (IASC, 1992 par. 33), dado que presenta la alternativa de considerarlos como flujos operativos, porque entran en la determinación del resultado, o bien como flujos de inversión (intereses y dividendos cobrados) o de financiación (intereses pagados).

En cuanto a los dividendos pagados, la primera propuesta es la de considerarlos como flujos de actividades de financiación, pero se acepta también su inclusión dentro de los flujos operativos u ordinarios, para que tales flujos indiquen la capacidad para hacer frente al pago de dividendos con los recursos corrientes generados por la empresa (IASC, 1992 par. 34). Esta solución tiene en cuenta que en la práctica el reparto de dividendos no goza de total discrecionalidad. Sería, además, coherente con una clasificación de los flujos como la propuesta por Ijiri (1978) que distinguiera entre inversiones y retornos de las inversiones.

Frente a las consideraciones anteriores, tanto el FRS N° 1 como la clasificación de la Central de Balances del Banco de Francia se decantan por una presentación separada de estas partidas. Así que, como resumen, nos encontramos con las siguientes alternativas:

a) Presentación separada (FRS N° 1)

b) Clasificación por operaciones corrientes, de inversión y financiación:

b-1) Intereses y dividendos a cobrar y a pagar como flujos operativos (IAS N° 7).

b-2) Intereses a cobrar y a pagar, y dividendos a cobrar como flujos operativos; dividendos a pagar como flujos de financiación (SFAS N° 95, IAS N° 7)

b-3) Intereses y dividendos cobrados como flujos de inversión; intereses y dividendos pagados como flujos de financiación (IAS N° 7)

No es completamente exacto decir que el SFAS N° 95 y el IAS N° 7 contemplan la totalidad de gastos e ingresos financieros como generadores de flujos de caja operativos; como subraya Hugo Nurnberg (1989 pp. 52-54), se refiere tan sólo a los de naturaleza explícita, dado que las primas de emisión y reembolso de títulos emitidos o adquiridos por la empresa forman parte respectiva de los flujos por operaciones de financiación y de inversión, con ocasión de la amortización de los títulos a su valor de reembolso.

La cuestión estriba, sin embargo, en analizar las premisas que sustentan dichas alternativas, con objeto de evaluar su coherencia. Creemos que dicho análisis se debe hacer teniendo en

cuenta los objetivos informativos del estado de flujos, ya sigan la teoría financiera o del propietario o la teoría de la entidad. En el primer caso, se deben separar los pagos de dividendos de los pagos de intereses, mientras que el segundo trataría a ambas partidas como remuneración a los suministradores de fondos. En cuanto a los intereses y dividendos cobrados, se corresponden con remuneraciones de inversiones extrafuncionales, sin que tenga sentido distinción alguna en base a este razonamiento. Ahora bien, aquí sí cabría la posibilidad de integración en los flujos por operaciones corrientes, con separación de los orígenes por enajenación de los activos financieros de los que se derivan (Ternisien, 1991a p. 28).

Choi (1983), en compañía de otros autores, pone de manifiesto la falta de homogeneidad de las estructuras financieras de las empresas de distintos países, con una mayor peso del endeudamiento en aquéllos cuyos mercados de valores se hallan menos desarrollados. Una adscripción de los intereses a los flujos operativos produciría la falta de comparabilidad de dicha cifra entre compañías de Japón y los EE.UU., por ejemplo.

Con independencia de la clasificación de los flujos de intereses y dividendos, y el tratamiento homogéneo o no de los intereses implícitos y explícitos, otras dos cuestiones a considerar se refieren a la forma de reflejar las retenciones fiscales que pesan sobre tales flujos, así como la forma de registrar los intereses que se incorporan al precio de adquisición o coste de producción del inmovilizado.

Retenciones sobre intereses y dividendos:

Según el FRS N° 1 (ASB, 1991 par. 19-20), los cobros de dividendos se deben reflejar por el importe líquido percibido por la empresa, es decir, una vez restadas las retenciones fiscales. De igual forma, los pagos por dividendos no recogen las retenciones practicadas por cuenta de los accionistas. Se atiende, por tanto, en ambos casos, al flujo neto del efecto del impuesto sobre los rendimientos del capital mobiliario. Los cobros y pagos de intereses, en cambio, se reflejarían por su importe bruto.

Intereses capitalizados:

La clasificación de los pagos por gastos financieros incorporados al precio de adquisición de ciertos activos pueden dar lugar también a una disparidad de tratamiento, a saber:

- a) Su consideración como flujos por operaciones de adquisición de activos
- b) Su separación de los pagos por operaciones de inversión y su agregación al resto de flujos por intereses, ya sea en el seno de los flujos operativos o con separación de éstos.

La primera alternativa es la seguida por el SFAS N° 95 (FASB, 1987 par. 17), en coherencia con el tratamiento del resto

de gastos capitalizados. El FRS N° 1 (ASB, 1991 par. 20) y el IAS N° 7 (IASC, 1992 par. 32) se pronuncian, sin embargo, por la segunda solución.

4.6. El Impuesto sobre Beneficios

Nos referimos aquí al tratamiento del flujo derivado de la tributación sobre el beneficio. Los planteamientos posibles al respecto son:

- a) Flujos por Impuesto sobre beneficios como flujos operativos
- b) Flujos por Impuesto sobre beneficios como una categoría de independiente
- c) Reparto de los flujos por Impuesto sobre beneficios entre el resto de las categorías por operaciones.

La regulación del reflejo de los flujos en concepto de impuesto sobre beneficios ha sido objeto de una disparidad no conocida en otras cuestiones: en EE.UU, el SFAS N° 95 sigue la primera solución (FASB, 1987 par. 27), lo mismo que el IAS N° 7 pero este último pronunciamiento sugiere que, de ser factible, se siga la vía de separar los asociados a flujos por operaciones específicas de inversión y financiación (IASC, 1992 par. 35). El FRS N° 1, sin embargo, opta por la separación de los flujos

derivados de la tributación sobre el beneficio, argumentando para ello que la primera solución no es satisfactoria, dado que no sería coherente con un criterio de clasificación de los recursos operativos según su procedencia de operaciones de explotación en sentido estricto. En cuanto al desglose por operaciones, puede resultar no sólo complejo, sino de todo punto arbitrario (ASB, 1991 par. 75), una arbitrariedad de la que trata de huir todo estado de flujos que informe sobre variaciones de tesorería.

Ya se ha comentado que la incorporación a los flujos operativos del impuesto sobre beneficios se podría mejorar sumando el ahorro impositivo producido por la deducibilidad de los gastos financieros. De todas formas, partiendo del modelo de estado de flujos de Charreaux expuesto en páginas anteriores, se aprecia la necesidad de una coherencia entre las soluciones dadas a la clasificación del impuesto sobre beneficios y a la de los intereses (gastos deducibles).

4.7. El IVA y otros Tributos distintos del Impuesto sobre Beneficios

En el FRS N° 1 el Impuesto sobre el Valor Añadido se refleja dentro de la categoría de la transacción a que obedece su devengo, ya sea por operaciones corrientes, de inversión y de financiación. Ahora bien, los flujos por operaciones deben expresarse netos del IVA, salvo que éste no sea deducible (ASB, 1991 par. 34). El resto del IVA soportado en las adquisiciones y

repercutido en las entregas de bienes y servicios se compensa en un único epígrafe con los flujos que se registren como consecuencia de las liquidaciones practicadas directamente con el fisco. Dicho flujo neto se clasifica como operativo.

Una solución alternativa, defendible sobre todo si se determinan los flujos operativos por el método directo, consistiría en expresar los diferentes flujos incluyendo el IVA repercutido o soportado. Así, por ejemplo, para determinar los cobros brutos de clientes se haría:

+	Ventas (netas de IVA)
+	Saldo Inicial de Clientes (IVA incluido)
-	Saldo Final de Clientes (IVA incluido)
+	IVA Repercutido por las Ventas del Ejercicio (Ventas x Tipo de Gravamen)
<hr/>	
=	Cobros de Clientes (IVA incluido)

El criterio anterior implicaría registrar igualmente un flujo neto con Hacienda por las liquidaciones de IVA realizadas a lo largo del año.

En cuanto a otros tributos distintos del IVA, no relacionados tampoco con la imposición sobre el beneficio, el FRS N° 1 se pronuncia por su inclusión en el epígrafe que corresponda a la naturaleza de la operación gravada (ASB, 1991 par. 35).

4.8 Inversiones de Crecimiento y de Mantenimiento

El IAS N° 7 (IASC, 1992 par. 50.c), habla del deber de informar por separado, en comentario anexo, de los flujos de tesorería que incrementan la capacidad de explotación, de aquéllos otros que sirven para mantenerla. Señala dicho documento que tal información "...es útil po permitir a los usuarios juzgar acerca de si la empresa está invirtiendo adecuadamente para mantener su capacidad de producción y venta. Toda empresa que no esté invirtiendo adecuadamente en el mantenimiento de su capacidad operativa puede estar hipotecando su rentabilidad futura a cambio de mejorar la liquidez presente y las distribuciones de beneficio".

Pero las inversiones de crecimiento están condicionadas por las necesidades de expansión de la empresa, determinadas a nivel estratégico. Asegurada la financiación de dicho crecimiento, es cuando se puede hablar realmente de flujos de caja de libre disposición (Hackel y Livnat, 1992 p. 179). Lo anterior significa que cuando hablamos de inversiones de mantenimiento, tenemos que aclarar si nos referimos a las que aseguran una capacidad productiva constante, o a las que aseguran el mantenimiento de la posición estratégica de la empresa, la cual debe ser medida en términos de cuota de mercado.

Pese a la loable intención del desglose requerido por el IASC, no se aporta una manera de discernir entre las inversiones de crecimiento y las de mantenimiento, por lo cual esta división

carecería de una base objetiva. Dicho dato puede ser considerado, más bien, como producto del análisis del estado de flujos. Sólo caminando hacia el pasado se podría estimar comprobando la incidencia de las inversiones sobre los flujos de caja futuros. Dada la relación:

Aumento de Flujos de Caja Operativos(t)

Flujos de Inversión Acumulados(t-1)

Si el ratio es mayor que cero, nos indica la existencia de inversiones de crecimiento.

Una aproximación a dicho dato, basada en los datos contables, sólo puede lograrse asociando las inversiones de mantenimiento al concepto de amortización, calculando por diferencia el saldo acumulado de las inversiones de crecimiento.

Alternativamente, podríamos sustituir la inversión de mantenimiento por los flujos de caja por actividades de inversión promedio del sector. El exceso sobre ese saldo medio tendría como objetivo estratégico bien la diversificación o bien el aumento de cuota de mercado.

El criterio del coeficiente de capital constante:

En el seno del modelo de crecimiento-rentabilidad que

inspira el cuadro de flujos plurianuales de Murard, las inversiones de mantenimiento y de crecimiento se pueden obtener a partir de la expresión que determina el volumen de inversiones previstas, el cual sería función de la vida útil de los activos y de la tasa de crecimiento del valor añadido en términos reales, dado que se parte de la base de un coeficiente de capital (inmovilizado bruto revalorizado/valor añadido real) constante (Hoarau, 1989 p. 598). La inversión futura prevista sería el resultado de capitalizar el inmovilizado bruto revalorizado a la tasa de crecimiento anual del valor añadido:

$$I_p = IBR \times \frac{c}{1 - (1 + c)^{-n}}$$

donde:

I_p : Inversión futura necesaria

IBR: Inmovilizado bruto acumulado revalorizado

c : Tasa de crecimiento del valor añadido

n : vida útil del inmovilizado

La expresión anterior podría ser descompuesta en dos sumandos:

$$IBR \times \frac{c}{1 - (1 + c)^{-n}} = IBR \times c + \frac{IBR \times c}{(1 + c)^n - 1}$$

El primero, $IBR \times c$, representa las inversiones de crecimiento, mientras que el cociente del segundo sumando atiende

al porcentaje de valor añadido que se necesita invertir para mantener la capacidad productiva, teniendo en cuenta el fenómeno de la obsolescencia.

A su vez, el inmovilizado bruto acumulado revalorizado se obtiene a partir del inmovilizado bruto acumulado a coste histórico, a partir de la siguiente expresión:

$$IBR = IBH \times \frac{\frac{(c+j)}{1 - (1+c+j)^{-n}}}{c}$$

Donde "j" es la tasa de inflación anual.

4.9 Flujos Extraordinarios

La división entre orígenes y aplicaciones de fondos operativos y extraoperativos (por operaciones de inversión y financiación), ya sean tales fondos definidos como capital circulante o tesorería, obedece, en su origen, a tratar de adecuar el registro y clasificación de las variaciones de manera similar a como se hace en la cuenta de resultados (IASC, 1978, par. 6). Según esto, también un estado de flujos de tesorería que acompañe a las cuentas anuales debería adecuarse en general a la división de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en resultados de explotación, financieros y extraordinarios, o bien, debe justificar la falta de coincidencia exacta entre ingresos de

explotación y cobros por operaciones corrientes, por ejemplo.

Si se hace un paralelismo entre la estructura de una cuenta de Pérdidas y Ganancias clasificada por naturaleza, se puede construir un formato de estado de variación de fondos que distinga flujos de explotación, financieros y extraordinarios, tal y como propone Giner Inchausti para las variaciones de capital circulante (1991b p. 66-67).

Se distinguen así en forma de lista orígenes y aplicaciones flujos ordinarios, extraordinarios y por operaciones de capital:

Orígenes:

- + RECURSOS PROCEDENTES DE LA ACTIVIDAD ORDINARIA:
 - Ventas
 - Otros ingresos
- RECURSOS APLICADOS EN LA ACTIVIDAD ORDINARIA:
 - Consumos
 - Gastos
- = RECURSOS GENERADOS POR LA ACTIVIDAD ORDINARIA:
(neto de impuesto de sociedades ordinario)

Otros orígenes

DE ACTIVIDADES EXTRAORDINARIAS:

(neto de impuesto de sociedades extraordinario)

- + Ventas de activo fijo (material, inmaterial y financiero)
- + Indemnizaciones por siniestros
- + Venta de acciones propias
- + Reclasificación de inversiones financieras de L/P a C/P.

DE CAPITAL:

- + Aportaciones de accionistas
- + Deuda a L/P
- + Subvenciones de capital
- + Reclasificación de deudas de L/P a C/P.

TOTAL ORIGENES:

Aplicaciones:

EN ACTIVIDADES EXTRAORDINARIAS

- + Provisión para riesgos y gastos
- + Indemnizaciones por despido
- + Donativos
- + Inversiones financieras
- + Compra de acciones propias (para volver a vender)
- + Reclasificación de inversiones financieras de C/P a L/P.

DE CAPITAL:

- + Compra de activo fijo (material e inmaterial)
- + Gastos de establecimiento y formalización de deudas
- + Reembolso de financiación básica:
 - a accionistas
 - deuda a L/P
 - compra de acciones propias (para amortizar)
- + Dividendos
- + Reclasificación de deudas de L/P a C/P.

TOTAL DE APLICACIONES

VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE

Depúrese del cuadro anterior las variaciones de circulante que no representan flujos de tesorería y tendríamos un modelo de estado que informa sobre el cash-flow de explotación, el financiero y el extraordinario.

Opina la autora de esta propuesta que "la distinción entre operaciones ordinarias y extraordinarias es fundamental para estimar la capacidad de la empresa para generar fondos en el futuro.. En la medida en que sólo las primeras se van a producir regularmente, sólo éstas podrán ser razonablemente determinadas" (Giner Inchausti, 1991, p. 66). Apuntemos que, de hecho, en la elaboración de estados de flujos previsionales se realiza un cálculo separado de los mismos. Asimismo, Hackel, Livnat y Rai (1994 p. 34) subrayan que los flujos extraordinarios operativos y de inversión no deberían ser tenidos en cuenta a efectos de

determinar los flujos de tesorería de libre distribución a los accionistas, una vez cubiertas las inversiones de mantenimiento, es decir, el "cash-flow libre".

Dicho formato, sin llegar a establecer una clasificación por operaciones, separa de los recursos generados por las operaciones corrientes toda clase de resultados extraordinarios, no sólo los derivados de la enajenación de inmovilizado o de acciones propias.

También se establece la necesidad de distinguir el impuesto sobre beneficios que grava a los resultados ordinarios y extraordinarios, y opta por considerar extraordinaria la aplicación de provisiones para riesgos y gastos.

González Pascual (1992b pp. 506-509), por su parte, en referencia a la estructura de un estado de flujos de tesorería, propone una clasificación por operaciones, pero separando los flujos de carácter extraordinario. Se trataría, por tanto, de asignar tales flujos al tipo de actividad -corriente, de inversión o de financiación- del que se deriven.

En cuanto a la solución dada a la representación de los flujos extraordinarios en los más recientes formatos de estados de flujos propuestos por el FASB en EE.UU. y por el ASB para el Reino Unido e Irlanda, debemos decir que ni uno ni otro contemplan epígrafes reservados al efecto. En todo caso, el FRS N° 1 (ASB, 1991 par. 31) indica que se debe informar sobre los

mismos en general dentro de cada epígrafe por operaciones.

El SFAS N° 95 no tuvo en cuenta, por tanto, las orientaciones al respecto del Borrador sobre información de resultados, flujos de fondos y situación financiera (FASB, 1981a) que, basándose en el marco propuesto por el Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) N° 3 (1980c), establecía la siguiente subdivisión de las operaciones corrientes:

Operaciones continuas

 Actividades operativas centrales o principales

 Actividades operativas periféricas u ocasionales

Operaciones discontinuas

Conceptos extraordinarios

Ajustes acumulados por cambios en los principios contables

La clasificación anterior se basa en que la falta de regularidad implica un concepto más amplio que el carácter extraordinario de una operación. En efecto, la calificación de un flujo de entrada o salida, como extraordinario implica, además que se trate de operaciones que no tengan la consideración de típicas o propias de la actividad que desarrolla la empresa y para la que ha sido fundada.

Tras la aprobación del FRS N° 3 "Reporting Financial Performance", el ASB asume la terminología del FASB y las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias se dividen en ingresos y gastos de explotación y ajenos a la explotación, y, a

su vez, estos dos grandes epígrafes reflejarán ingresos y gastos por operaciones continuas y discontinuas. En esta misma línea, se ha propuesto mejorar el contenido informativo del estado de flujos de tesorería desglosando los diferentes flujos por operaciones en continuos y discontinuos (Wild y Goodhead, 1993). La estructura del Estado de Flujos de Tesorería del FRS N° 1 quedaría:

Flujos por operaciones:

- I Flujos por operaciones corrientes.
 - 1. Continuos
 - 2. Discontinuos
- II Flujos por intereses y dividendos.
 - 1. Continuos
 - 2. Discontinuos
- III Flujos por imposición sobre beneficios.
 - 1. Continuos
 - 2. Discontinuos
- IV Flujos por operaciones de inversión.
 - 1. Continuos
 - 2. Discontinuos
- V Flujos por operaciones de financiación.
 - 1. Continuos
 - 2. Discontinuos

El IAS N° 7, en su versión actualizada, sin embargo, establece de manera expresa (IASC, 1992 par. 29) que "... los flujos asociados con partidas extraordinarias deben ser clasificados, según su origen, entre las actividades ordinarias, de inversión o de financiación, y presentadas por separado dentro de tales agrupamientos del estado de flujos de tesorería".

En contra de todo desglose de flujos por operaciones continuas y no continuas, a pesar de que se reconoce que los flujos operativos continuos derivados del nucleo de las operaciones principales de la empresa pueden ser útiles para la predicción, se argumenta que la distinción a realizar previa a dicha clasificación tiene un carácter subjetivo, el cual no casa muy bien con las ventajas de objetividad que presenta un estado de flujos de tesorería, objetividad que debe ser preservada en lo posible. Además, en opinión de Nurnberg (1983 p. 808), la distinción sólo tiene sentido para empresas industriales y comerciales no diversificadas, pero no para las altamente diversificadas, en las que el concepto de operaciones centrales o principales es muy difícil de establecer.

4.10 Conciliación con los SalDOS de Balance

La falta de equivalencia entre el concepto de fondos empleado en el estado de flujos y la terminología y clasificación de partidas del Balance puede obligar a una conciliación de la variación de fondos determinada en el primero con la diferencia entre los saldos de los Balances de apertura y cierre.

El ejemplo más claro de esto lo tenemos en un estado de flujos de tesorería. El empleo de un concepto amplio de tesorería, incluyendo equivalentes de caja o cuasi-tesorería, para cuya definición completa se puede consultar el capítulo I, obliga a conciliar los flujos de tesorería y cuasi-tesorería con

los saldos de las mismas partidas a que se refiere el concepto de fondo, el cual no tiene por qué coincidir con el epígrafe de tesorería del Balance de situación.

La existencia de flujos originalmente denominados en una moneda distinta de la empleada para la presentación del estado determina la necesidad de traducirlo. Ello implica la aparición de diferencias de cambio de transacción tanto en el Balance como en la cuenta de resultados. La manera de informar sobre tales diferencias de cambio en un estado de flujos depende del concepto de fondos tomado para su formulación.

Así, un estado de variaciones de capital circulante podría considerar como flujos operativos los ingresos y gastos por diferencias positivas y negativas de cambio que supongan una corrección de valor al cierre del ejercicio sobre los saldos de activos y pasivos circulantes. Así se hace, por ejemplo, en el modelo de Cuadro de Financiación del Plan Contable de Francia.

En su caso, se podría defender también su adscripción a flujos de inversión o de financiación, dependiendo de la naturaleza de tales diferencias, dado que las mismas pueden tener la consideración de resultados financieros y no de explotación. El criterio de clasificación debería ser análogo, por tanto, al de los intereses. En este caso, las diferencias de cambio no implicarían un contenido no homogéneo entre la información del estado de flujos y las variaciones obtenidas por diferencia entre los Balances de apertura y cierre.

En un estado de flujos de tesorería también cabría considerar como flujos operativos las diferencias de cambio sobre los saldos de disponible, consecuencia de la variación del tipo de cambio entre el momento en que se registró el flujo y la fecha de cierre del ejercicio. Pero esta solución impediría registrar los cobros y pagos según su valoración en la fecha en que se produjeron.

La eliminación de toda clase de diferencias de cambio, incluidas las que se deriven de las partidas en que desglosemos el concepto de fondo seguido para la elaboración del estado de flujos, producirá una falta de coincidencia entre la variación de los saldos de Balance y la variación de fondos, precisándose conciliar ambas cifras. Esta solución es la seguida por las regulaciones que tratan sobre la formulación de flujos de tesorería (FASB, 1987 par. 25; ASB, 1991 par. 44; IASC, 1992 par. 28).

5. Información Adicional en Estados de Flujos

Dentro y fuera de la regulación de los estados de flujos se ha propuesto la inclusión de nuevos datos y desgloses que mejoren el contenido informativo de estos documentos. En opinión de Bracken y Volkan (1988 pp. 8-9), la capacidad predictiva de los estados de flujos se vería incrementada si se obligase a informar sobre el carácter fijo o variable de los flujos y sobre su naturaleza discrecional o no discrecional. Asimismo, sería

necesario disponer de datos intermedios, tal y como se justifica para el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Tampoco existe justificación para eximir a los estados de flujos de la obligación de presentar información segmentada.

En la misma línea, siguiendo a Jaques Mériaux (1982 p. 38), las vías de profundización en la problemática de elaboración de los estados de flujos serían:

- a) Su adaptación a la consolidación de balances (estado de flujos consolidado), como representación de los referidos a operaciones del grupo de sociedades.
- b) La presentación de los flujos en una unidad monetaria constante, corrigiendo el efecto de la inflación.
- c) La información sobre flujos plurianuales, comparando los flujos del ejercicio con los acumulados en el pasado a lo largo de varios años.
- d) La formulación de estados de flujos intermedios y la investigación sobre la forma de registrar flujos financieros internos o intra-grupo.
- e) El procedimiento para la obtención directa de los flujos, sin depender de la formulación de otros estados contables.

- f) La forma de presentar los flujos de empresas de sectores específicos, en relación con las diferentes adaptaciones sectoriales del plan contable.

A lo anterior, nosotros añadiríamos la necesidad de establecer unas bases metodológicas para el análisis de los estados de flujos.

5.1 Información Segmentada

El International Accounting Standards Committee (IASC), a través del IAS N° 7 revisado, (IASC 1992, par. 50.d) se refiere a la recomendación de informar sobre los flujos de tesorería procedentes de las operaciones corrientes, de inversión y de financiación segmentados por actividades o por mercados geográficos, según la definición de tales segmentos en función de la IAS N° 14 (IASC, 1981), sobre información financiera por segmentos. Dicha norma establece que deben presentar información segmentada aquellas empresas cuyos títulos se cotizan en bolsa y aquéllas cuyos niveles de ingresos, beneficios, activos o plantilla sean relevantes en los países en que llevan a cabo sus operaciones.

A tales efectos, se distinguen, como hemos dicho, dos tipos de segmentos: de actividad industrial y por áreas geográficas. En cuanto a los primeros, "son los componentes distinguibles de una empresa, cada uno de los cuales se encarga de suministrar un

producto o servicio, o un grupo diferente de productos y servicios relacionados, principalmente a clientes externos a la empresa". Los segmentos geográficos serían "los elementos distinguibles encargados de operar en países individuales o grupos de países dentro de áreas geográficas particulares, que pueden determinarse como apropiadas en las circunstancias particulares de una empresa" (IASC, 1981 par. 4).

Para determinar cuándo un segmento de actividad industrial se considera significativo, el SFAS N° 14 (FASB, 1976) lo define en función de tres parámetros:

- a) Unos ingresos iguales o superiores al 10 por ciento del ingreso conjunto de todos los segmentos industriales, tanto procedentes de ventas a clientes ajenos como a otros segmentos.
- b) Un resultado de explotación en cantidades absolutas igual o superior al 10 por ciento de la cantidad absoluta mayor de las dos siguientes: el beneficio de explotación conjunto de todos los segmentos que obtuvieron beneficios; o la pérdida de explotación conjunta de todos los segmentos que obtuvieron pérdidas.
- c) Un activo igual o superior al 10 por ciento del activo conjunto de todos los segmentos, incluidos los activos de la empresa que no se haya podido segmentar.

En el caso de un segmento por áreas geográficas, para ser significativo debe alcanzar unas ventas del 10 por ciento sobre las totales consolidadas, excluidas, por tanto, las transacciones con otros segmentos, o unos activos de un mínimo del 10 por ciento de los activos totales, excluidos los compartidos por más de un segmento.

El propio SFAS N° 14 define además otros dos criterios de segmentación, como son los segmentos por exportaciones y los segmentos de clientes más importantes.

El SFAS 14 cita como justificación de la información segmentada la necesidad de disponer de datos desagregados para examinar las incertidumbres que acompañan al momento de obtención y al importe de los flujos de tesorería que sean retorno de decisiones de inversión y financiación precedentes, dado que los diferentes segmentos pueden tener tasas de rentabilidad, posibilidades de crecimiento y niveles de riesgo diferentes. A tenor de ello, no parece justificarse la ausencia de requerimientos sobre flujos operativos por segmentos. Se reconoce además una mayor variabilidad de los flujos de tesorería en función de factores específicos de un sector en particular, relacionados con el ciclo de vida de cada producto, tal y como señalan Gale y Branch (1984 p. 129). En palabras de Rappaport y Lerner (1969 p. 39), el análisis de un estado de flujos segmentado permite a inversores y acreedores conocer si los fondos de la empresa se hallan comprometidos en proyectos de alto o de bajo crecimiento y si estos últimos drenarán o no los

recursos disponibles.

Un ejemplo de la utilidad para los usuarios de la disposición de estados de flujos por segmentos es, para los prestamistas, el interés que puede existir en conocer qué segmentos de la empresa son generadores netos de tesorería y cuáles son demandantes de fondos. El resultado de un estudio desarrollado por Street y Stanga (1989 p. 361) confirma que decisiones sobre si conceder o no el préstamo o crédito, la cuantía o el tipo de interés del mismo podían variar de conocerse las expectativas del segmento responsable de la generación de flujos de tesorería. De dicho estudio se deriva también la utilidad de redefinir los segmentos en dos categorías: como generadores netos de liquidez o como demandantes netos de la misma, lo cual tendría que ver con la utilización de sistemas de gestión de tesorería centralizados o descentralizados.

La información segmentada sobre flujos de tesorería, frente a la segmentación de resultados, pudiera parecer más factible al prescindirse del principio de devengo. Persisten, sin embargo, dificultades derivadas de la existencia de transacciones entre divisiones de la organización, puestas de manifiesto por Rutherford (1982 p. 43-44), que pueden alterar la relevancia de los resultados del proceso de segmentación. Se cita como ejemplo el impacto sobre los flujos de tesorería de la existencia de precios de transferencia por debajo de los de mercado. Las operaciones de compensación interna de débitos y créditos son otro caso en el que la relación entre los diferentes flujos por

operaciones de cada segmento deberá ser analizada con cuidado.

Las consideraciones anteriores ya fueron tenidas en cuenta por Lawson (1971a p. 150) en el ámbito de una segmentación realizada de cara a la gestión interna de la organización, sugiriendo que la misma sólo resulta aceptable cuando la división es independiente, es decir, cuando dicho segmento se refiere a un sector industrial diferente del resto de la organización -Lawson lo define en términos de una elasticidad precio de la demanda diferente de la del resto de los productos de la empresa- y a la inexistencia de costes conjuntos, a distribuir entre la división y el resto de la organización.

En cuanto a si la segmentación debe abarcar a toda clase de flujos por operaciones, Ismail y Rue (1984, p. 13) consideran que a estos efectos debe distinguirse entre flujos internos y flujos externos. Los primeros se corresponden en general con los flujos operativos, sin incluir gastos financieros, y a los flujos de las actividades de inversión, mientras que los externos lo serían por aportaciones de accionistas y acreedores y sus reembolsos y remuneraciones, vía dividendos e intereses. En la práctica, solamente los flujos internos podrían razonablemente ser segmentados por productos o por mercados. Tasas de crecimiento y tasas de inversión específicas son las dos condiciones que cita Ternisien (1990 p. 215) para el análisis de flujos intrasectores. Es obvio que ambos parámetros se refieren a flujos económicos.

5.2 Información sobre Flujos Intragrupo

Los comentarios anteriores ponen de manifiesto que en un estado de flujos individual la debida separación de los flujos por operaciones con empresas del grupo, con sociedades multigrupo y asociadas, en la línea con los desgloses que se practican en el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, tiene un doble interés de información adicional de cara al análisis de las actividades de la matriz y como ayuda al proceso de consolidación, si es que el mismo se realiza directamente por agregación de los estados de flujos individuales del conjunto de sociedades a consolidar.

El análisis de los flujos con empresas vinculadas demanda, por tanto, el desglose de ciertos epígrafes, pero puede expresarse también como un sub-estado por operaciones corrientes, de inversión y de financiación con empresas del grupo y asociadas, de forma que obtengamos un flujo neto de tesorería o de capital circulante derivado de dichas relaciones.

Estado de Flujos con empresas del grupo:

(A)	Flujos por operaciones corrientes con empresas del grupo
(B)	Flujos por operaciones de inversión con empresas del grupo
(C)	Flujos por operaciones de financiación con empresas del grupo
<hr/>	
(A)+(B)+(C):	Flujo netos de fondos con empresas del grupo

Estado de Flujos con empresas asociadas y multigrupo:

- (A) Flujos por operaciones corrientes con empresas asociadas y multigrupo
 - (B) Flujos por operaciones de inversión con empresas asociadas y multigrupo
 - (C) Flujos por operaciones de financiación con empresas asociadas y multigrupo
-
- (A)+(B)+(C): Flujo netos de fondos con empresas asociadas

5.3 Estados de Flujos en Divisas

Existe unanimidad en cuanto al reflejo de flujos por operaciones denominadas en moneda extranjera convertidos a la unidad monetaria de formulación del estado de flujos al tipo de cambio de la fecha en que se produjo dicha operación (IASC, 1992 par. 25). En un estado de flujos de tesorería, por ejemplo, ello implica no considerar en ningún caso entre los flujos operativos los beneficios y las pérdidas debidas a diferencias positivas y negativas de cambio devengadas como ingreso o como gasto, sino el efecto de tales diferencias sobre los cobros y pagos operativos, de inversión y de financiación. En un estado de flujos de capital circulante, en cambio, se reflejan las diferencias de cambio que afectan a la valoración de activos y pasivos circulantes.

La existencia de operaciones corrientes, de inversión y de financiación denominadas en moneda extranjera aconseja informar separadamente de los mismos. Se podría hablar, por tanto, de estados de variación de fondos en divisas, subclasificando los flujos por operaciones o por orígenes y aplicaciones, en función

de las diferentes monedas en que han venido denominados. Ello sería prácticamente equivalente a la segmentación geográfica por mercados internacionales en el caso de que las transacciones con el exterior se expresasen en la moneda local. El <<Corporate Report>> publicado por el ASC (1975 pars. 6/30-6/31) señala que dicho estado debería informar como mínimo sobre (Laínez, 1988 p. 167):

- cobros derivados de exportaciones de bienes y servicios,
- pagos por importaciones de bienes y servicios
- cobros y pagos por operaciones de inversión en el exterior,
- cobros y pagos derivados de operaciones de financiación en moneda extranjera.

Atendiendo a lo comentado en el epígrafe anterior, se deberían separar de tales flujos aquéllos que correspondiesen a operaciones con empresas del grupo, asociadas y multigrupo situadas en el extranjero, incluidas las repatriaciones de fondos -vía dividendos, por ejemplo- o la transferencia de recursos con destino a las filiales extranjeras.

5.4 Horizonte Temporal e Información Intermedia

Los estados de flujos nos informan de las variaciones de fondos registradas a lo largo de un ejercicio. La duración de dicho período coincide por lo general, en cuanto a la formulación de información externa, con un intervalo de doce meses. Dicho

método supone una subordinación a la periodicidad con que se elabore la cuenta de Pérdidas y Ganancias, periodicidad directamente relacionada con la aplicación del principio de devengo.

Nos preguntamos, por tanto, si la especificidad de los estados de circulación financiera, que prescinden en mayor o menor grado de dicho principio, puede hacer aconsejable una periodicidad distinta o, por el contrario, debe seguir la misma política que el resto de estados pertenecientes a las cuentas anuales.

Limitarse, por ejemplo, a informar sobre los flujos de tesorería registrados en el ejercicio anual no permitiría advertir directamente las oscilaciones debidas a la discrecionalidad de la gerencia sobre la anticipación o la demora en el pago de deudas o el cobro de créditos. En opinión de Lee (1982b, p. 344-345) ello, sin embargo, no puede esgrimirse como un argumento en contra de la publicación de estados de flujos, en este caso, de tesorería, sino que acentúa la necesidad de informar sobre flujos plurianuales de forma acumulativa.

Otra ventaja de la presentación de flujos acumulados en varios ejercicios radica en el estudio de los flujos del ciclo de capital. Las decisiones de inversión en el inmovilizado y las operaciones de financiación ligadas a tales inversiones repercuten, por supuesto, durante más de un año, no siendo comparables, por tanto, las del ejercicio con las del inmediato

anterior.

De cara al análisis del estado de flujos va a resultar especialmente útil, por tanto, disponer de información sobre las variaciones de fondos de más de un ejercicio. Normalmente se establece en cuatro o cinco años la cifra ideal a presentar. Pese a la observación anterior, las diversas regulaciones contemplan en la mayoría de los casos tan sólo el acompañamiento a los flujos del ejercicio corriente por los registrados en el período inmediato anterior (FASB, 1987 par. 3; ASB, 1991 par. 45).

En cuanto a la utilidad de informar sobre flujos de tesorería intermedios, dicha información cobra sentido en la medida en que empresas con el mismo volumen y estructura anual de flujos de fondos pueden presentar un reparto desigual del mismo a lo largo del ejercicio. Este hecho se manifiesta claramente en empresas cuya actividad tiene una gran carga de estacionalidad..

Además, si lo que se pretende es utilizar los flujos ex-post como predictores de los flujos de caja futuros, de cara a evaluar el valor actual neto de la empresa, la construcción de series temporales precisaría un mínimo de 32 observaciones (Bracken y Volkan, 1988 p. 8). En este sentido la elaboración de estados con periodicidad inferior al año permitiría aumentar el volumen de datos sin remontarse demasiados años atrás, limitando además el problema de la inflación.

En este sentido, la única mención sobre la presentación de estados de variación de fondos en subperíodos comprendidos dentro del ejercicio económico anual es la contemplada en el APB N° 28 (AICPA, 1973b par. 33), cuando señala la necesidad de informar sobre cambios importantes en la posición financiera, publicándose cualquier modificación significativa con respecto a los activos líquidos, capital circulante neto, deudas a largo plazo o recursos propios de no presentarse balance intermedio abreviado o flujos de fondos intermedios. No obstante, dado que el estado de flujos forma parte de las cuentas anuales, implícitamente se deben entender extendidas al mismo las regulaciones sobre formulación de información financiera intermedia.

De hecho, en 1991, el informe Cadbury, encargado por la Bolsa de Londres sobre los aspectos financieros del gobierno de las sociedades recomendaba en su parágrafo 4.56, a efectos de declaraciones provisionales o estados intermedios, la futura exigencia de información sobre movimientos de fondos (ICAC, 1994 pp. 93-139).

La inexistencia de problemas de distribución o asignación temporal de flujos permite simplificar la formulación de un estado de flujos intermedio cuanto más nos aproximemos a un concepto de variaciones de tesorería. En un estado de variaciones de capital circulante, sin embargo, aparecerán rúbricas sujetas a una imputación temporal subjetiva, con unos problemas y unas soluciones idénticas a las que se derivarían de la formulación de una cuenta de resultados intermedia.

5.5 Adaptaciones Sectoriales: Los Estados de Flujos de Entidades de Crédito

Al igual que ocurre con las normas de reconocimiento y medida de las partidas de Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, instrumentadas en adaptaciones sectoriales al plan de cuentas, se podría pensar en la existencia de requisitos de presentación aplicables específicamente a sectores o tipos de empresas concretos. Las iniciativas en tal sentido se han desarrollado principalmente en el ámbito de la regulación de la información económico-financiera de las entidades de crédito y de las compañías aseguradoras.

La especificidad de estas empresas hace que, por ejemplo, el concepto de capital circulante, ya sea basado en la duración del período de maduración o en un criterio temporal arbitrario, no pueda tener el mismo significado que en una empresa no financiera. Su rotación es mucho más elevada en el primer caso y las fuentes de financiación ajenas, con independencia de su vencimiento, constituyen fundamentalmente un acopio de fondos para el ciclo de explotación. Lo mismo sucede con las operaciones de activo.

En los bancos y otras entidades financieras el dinero es el producto de la actividad lucrativa de la empresa, por lo que la información sobre los flujos de tesorería equivale a un estado que agrupase las variaciones de existencias y de tesorería en una empresa no financiera.

Con todo, la información sobre los flujos de tesorería de la empresa, en cuanto a su análisis e interpretación, siempre se verá condicionada por la naturaleza de la empresa, con independencia de que la misma sea financiera o no. Es por ello que se ha venido apreciando la necesidad de no eximir a bancos y otras instituciones de crédito de la presentación de este estado, aun con normas específicas.

Se caracterizan estas empresas por la preeminencia de lo que para compañías no financieras serían flujos de inversión y financiación. Para una entidad financiera, sin embargo, la separación entre flujos operativos, de inversión y financiación ha de ser diferente.

Entre los primeros podemos distinguir los asimilables a intereses de operaciones típicas de activo y pasivo, así como los derivados de gastos de operaciones como los gastos de personal, por ejemplo. Un segundo capítulo de flujos operativos se refiere a los debidos a variaciones en activos y pasivos de explotación, relacionados respectivamente con la actividad crediticia y con la captación de depósitos de clientes.

Como flujos por actividades de inversión, se tendrían, los derivados de la adquisición y enajenación de inmovilizado, incluidos los títulos de la cartera de inversión, así como los cobros por los rendimientos periódicos de ésta, en forma de intereses o dividendos.

Las operaciones de captación de financiación externa, su posterior reembolso y la remuneración del ejercicio a accionistas y a acreedores, distintos de los depositantes, serían la causa del registro de flujos de tesorería derivados de las actividades de financiación, con epígrafes similares a los de una empresa no financiera.

Los comentarios anteriores se basan en las propuestas del Apendice N° 2 del IAS N° 7 revisado (IASC, 1992), que incluye un ejemplo de estado de flujos de tesorería para una empresa financiera.

Por otra parte, en el SFAS N° 102 se establece que los cobros y pagos por compraventa de valores adquiridos con ánimo de su cesión posterior -cartera de negociación- valorados a precios de mercado, y créditos adquiridos para su reventa valorados al menor del precio de mercado o del precio de adquisición deben ser considerados como flujos de caja operativos (FASB, 1989a pars. 8-9).

Dada la elevada rotación de tales operaciones, se suele autorizar a estas entidades su presentación en términos netos. Así, en el SFAS N° 104 (FASB, 1989b par. 7) se autoriza a bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito la presentación en términos de flujos netos a las siguientes operaciones:

- a) Depósitos tomados de o colocados en otras entidades financieras.

- b) Imposiciones a plazo tomadas y su reembolso a los depositantes.
- c) Préstamos a clientes y la posterior recuperación del principal.

Conviene aclarar, no obstante, que a diferencia del IASC, el FASB no considera que tales actividades produzcan flujos operativos, manteniendo para ellas la consideración de actividades de inversión y financiación.

El IAS N° 7 (IASC, 1992 par. 24) permite también de manera expresa informar en todo caso en términos de flujos netos en los siguientes casos:

- a) Los pagos y cobros por aceptación y reembolso de depósitos con una fecha fija de vencimiento.
- b) La colocación y recuperación de depósitos en otras instituciones financieras.
- c) Los anticipos y préstamos hechos a clientes, así como el reembolso de tales partidas.

La evaluación de la liquidez, flexibilidad financiera, rentabilidad y riesgo debe ser completada con datos sobre la

exposición al riesgo de tipos de interés y sobre el equilibrio o la correspondencia existente entre los plazos de vencimiento de activos y pasivos. El grado de flexibilidad o adaptación financiera se evalúa así mediante la comparación de las inversiones realizadas a distintos plazos y las financiaciones que los respaldan (Pedraja García, 1986 p. 548).

5.6 Enfoque Interno de los Estados de Flujos

5.6.1 Flujos Previsionales

A efectos de facilitar el control, sería aconsejable asimilar en lo posible la formulación de estados de flujos a sus homónimos previsionales. En este sentido, el ya comentado modelo japonés es un ejemplo de integración de datos de flujos reales y estimados. Esta idea se enmarca en las propuestas de Ijiri sobre la compatibilidad de la información financiera externa con las bases seguidas en la presupuestación, tal y como resaltan Lee y Stark (1987 p. 125).

No es baladí esta propuesta, que pone en práctica una de las grandes ventajas de un estado de flujos de tesorería, dado que la planificación financiera, en lo que respecta a la capacidad para comprender el ciclo de entradas y salidas de tesorería actuales a menudo marca la diferencia entre el éxito y el fracaso (Haskins y Otros, 1987 p. 39).

La elaboración de estados de flujos de tesorería previsionales, más comúnmente denominados presupuestos de tesorería, en lo que atañe específicamente a su formulación, no goza de particularidad alguna, salvo la consideración de su función para el control de las posibles desviaciones con respecto a los flujos ex-post.

La principal tarea relativa a la formulación de un estado de naturaleza previsional se basa, en primer lugar, en el establecimiento previo de un orden lógico en la predicción de los valores a representar en dicho estado, sujetos a estimación.

Las etapas que atraviesa todo proceso de presupuestación serían, según Cea García, (1976, p. 441-442) las siguientes:

- "a) Definición de los objetivos o metas que se tratan de alcanzar.
- b) Especificación de los distintos cursos de acción o alternativas factibles para la consecución de los objetivos definidos.
- c) Elección del programa de actuación óptima o satisfactoria, lo cual supone seleccionar entre todas las alternativas viables, aquélla que resulte preferible de acuerdo con un determinado baremo o criterio de evolución adoptado en conexión con los objetivos señalados.

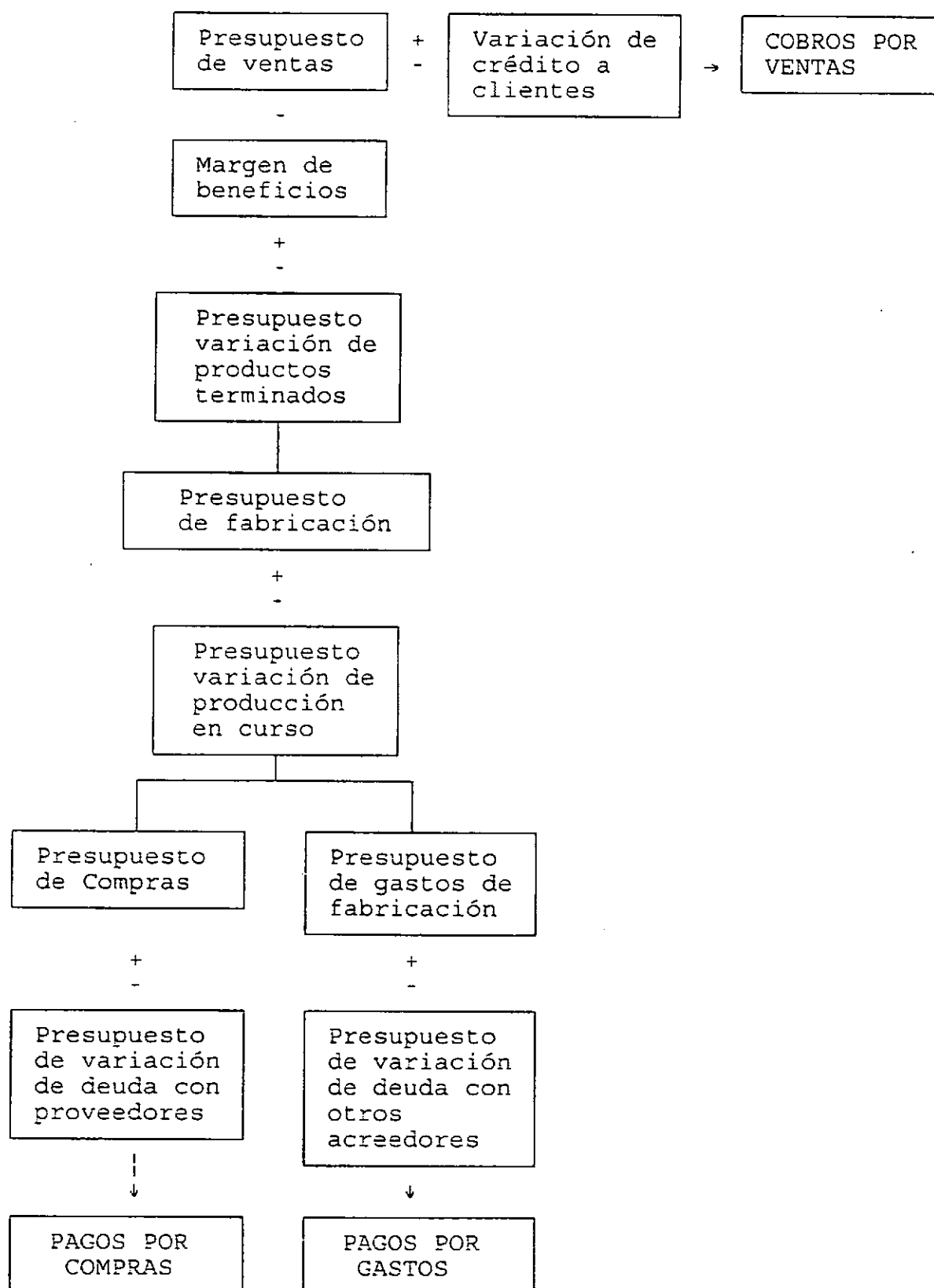
- d) Presupuestación de los flujos reales y financieros dimanantes del programa de actuación elegido, tanto a nivel global como a nivel de cada una de las distintas áreas, funciones o secciones en que se divide la unidad empresarial desde el punto de vista de la organización, para el horizonte comprendido por la planificación, con la debida escisión temporal que se estime conveniente."

Flujos de la Explotación:

El presupuesto de tesorería se suele dividir en cobros y pagos previstos de explotación y ajenos a la explotación. El primero parte de una previsión de ventas. Dicha previsión se inicia con un programa o conjunto de programas derivados de los objetivos y estrategias; pasos (a) y (b) de la secuencia descrita en el párrafo anterior. La concreción de esos programas en valores monetarios deriva en la elaboración de presupuestos. El esquema propuesto por el profesor Urías (1992, p. 234) coincide con el expuesto en la página siguiente.

Se constata, por tanto, la inevitable interrelación entre los flujos reales y financieros. Algo que se tiene muy en cuenta en el proceso de presupuestación, pero no tanto en el análisis de la información contable ex-post, en el que el análisis económico y el financiero caminan a veces por separado.

Fases de Elaboración del Presupuesto de Explotación:



El paso siguiente a la programación de las ventas es la formulación de políticas de aprovisionamiento y fabricación, que determinarán unos saldos ideales de existencias de materias primas, productos en curso y semiterminados. La fijación de dichas políticas compete inicialmente a los técnicos responsables de los departamentos de compras y producción. Entre las distintas opciones posibles, se deben tener en cuenta las restricciones de carácter financiero impuestas por los responsables de la planificación global de la empresa (período de maduración asumible). Lo mismo se puede decir del establecimiento de un nivel necesario de productos terminados, fijado por el departamento comercial.

La predicción de ventas, así como el resto de variables manejadas en la elaboración de presupuestos de tesorería, se realiza tradicionalmente en base a experiencias de períodos pasados que se utilizan para derivar unas estimaciones puntuales en base a una serie de expectativas y objetivos. Nada obliga, sin embargo, a que la presupuestación conduzca a estimaciones únicas, ello puede resultar más inexacto que reflejar dicha estimación mediante un intervalo de confianza. Las variables del presupuesto de tesorería pasan así a participar del concepto de borrosidad (Casanovas Ramón, 1994 p.87). En este sentido, puede resultar interesante delimitar los parámetros de números borrosos triangulares que expresen la dispersión de los respectivos flujos de tesorería previsionales en base a encuestas de expertos

(método Delphi).³

La política de crédito a los clientes determinará en última instancia el ritmo al que las ventas se convierten en cobros. De igual forma, la previsión de un determinado período de aplazamiento en el pago a los proveedores, así como la frecuencia en el abono de las remuneraciones al personal, servicios recibidos y otros gastos de explotación, determinará el volumen de pagos en cada instante.

En el mismo proceso se obtiene un Balance y una Cuenta de Pérdidas y Ganancias previsionales. Para ello, Massons (1987, pp. 188-9) establece un diagrama de relaciones de los datos de éstos con las variables que figuran en los presupuestos, en cuanto a estados previsionales de tesorería.

Los saldos objetivo para las existencias, deudores y acreedores comerciales serán un input para la formulación del Balance previsional. Lo mismo se puede decir de la mayoría de las partidas que compondrán la Cuenta de Pérdidas y Ganancias previsional. Nos importa resaltar que la diferencia entre activos y pasivos circulantes de explotación tiene como resultado un determinado volumen de capital circulante, a financiar con recursos propios, o en su defecto, con exigible a largo plazo. Su remuneración, vía dividendos o intereses, deberá ser tomada en cuenta.

³ Una aplicación al respecto se puede encontrar en Gil Lafuente (1990 p. 58).

Planificación Financiera a Largo Plazo:

En un proceso de planificación financiera a corto plazo los presupuestos no deben abarcar un horizonte temporal superior a los doce meses. Su reelaboración, por otra parte, debe ser continuada a lo largo de dicho horizonte. Lo ideal sería que su recálculo fuera como mínimo semanal. La incorporación de los flujos de decisiones de nivel estratégico, ligadas a la capacidad productiva de la empresa, implica un plazo más largo de planificación.

El presupuesto de tesorería, por lo que respecta a cobros y pagos de explotación, realimenta el proceso de cara a la conclusión de la planificación económico-financiera, esto es, una vez elaborado el presupuesto de tesorería de explotación es cuando podemos determinar, en su caso los excedentes o déficits de financiación. En el primer caso, ello obligará a buscar nuevas alternativas de inversión, lo que puede implicar un plan de financiación ad-hoc. En cualquier caso, éste será un paso previo a la formulación del Balance previsional y de los últimos escalones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias previsional (resultados financieros y extraordinarios).

De acuerdo con el programa de ventas, y los derivados planes de aprovisionamiento, fabricación y distribución, se establecen unas necesidades de activo fijo. Su financiación, no obstante, dependerá, entre otros factores, del saldo financiero que se derive de las operaciones de explotación. Es decir, también en

este caso precisamos presupuestar inicialmente los flujos de explotación, para una vez obtenidos, determinar las necesidades de financiación del ciclo de explotación y del ciclo de capital.

En la planificación a largo plazo se recomienda un horizonte temporal de cuatro o cinco años, dividiendo los flujos en períodos anuales. Su reelaboración, a la vista de nuevos datos, podría ser mensual, trimestral o semestral, por ejemplo.

Etapas de la Planificación Financiera a Largo Plazo:

- 1º) Presupuesto de Tesorería de Explotación
(Flujos de tesorería de Explotación)
- 2º) Necesidades de financiación del ciclo de explotación/
Colocación de Excedentes de tesorería de explotación
- 3º) Pagos por gastos financieros por deudas de explotación/Cobros por intereses de inversiones financieras temporales
- 4º) Presupuesto de flujos de tesorería operativos antes de impuestos
- 5º) Flujos por operaciones de inversión en activo fijo
- 6º) Flujos por operaciones de financiación del activo fijo

7°) Pagos de gastos financieros por financiación de las inversiones en activo fijo

8°) Flujos por impuesto sobre beneficios y dividendos

En la planificación financiera a largo plazo el número de variables se incrementa, al perder la condición de estabilidad las partidas que se relacionan con el ciclo de capital. Según esto, los presupuestos o estados de proyección financiera son el resultado de un proceso de simulación, el cual permite obtener diferentes resultados en función de los valores que pueden ir tomando las variables. El análisis de los valores de las variables que comprometen la viabilidad de la empresa y la fase de control, mediante la comparación de flujos reales y previstos, determina la solvencia futura de la empresa (Gabás, 1990a, pp. 60-64).

La Relación entre la Planificación Financiera a Corto y a Largo Plazo:

Bajo el supuesto de planificación financiera a corto plazo, las inversiones en activo fijo, deben ser nulas, es decir, se considera que la empresa tiene cubierta la capacidad productiva necesaria para atender a la demanda prevista. Ello implicaría que la fase de planificación de inversiones en activo fijo y forma de financiar esas inversiones, planificación a largo plazo, debería

ser un paso previo a la planificación a corto plazo. Sin embargo, la primera toma como datos los flujos corrientes, dato que solo puede ser concretado por medio del proceso de planificación a corto plazo. La cuestión está implícitamente resuelta en la enunciación que hacíamos de todo proceso de presupuestación: las inversiones en activo fijo se determinan como resultado de las fases previas a la estricta elaboración de presupuestos. Es decir, la programación de ventas parte de una determinada cifra de activo fijo, incluyendo las nuevas inversiones que puedan producirse en el corto plazo. Tanto al inicio del proceso como en cada recálculo de presupuestos a corto plazo, la empresa debe replantearse la viabilidad del plan de financiación de tales inversiones. Podemos asumir, no obstante, en virtud de los plazos de puesta en marcha del activo fijo, que no debemos hacer dicho replanteamiento cada semana, pero sí podría ser útil hacerlo cada mes. En suma, parece adecuado coordinar la elaboración de planes financieros a corto y a largo plazo. El nexo de unión entre ambos es el el proceso de inversión-financiación del activo fijo.

Siguiendo la propuesta de separación de pagos prioritarios y previsionales de McNeill Stancill (1988 p. 124), cada semana, cada dos semanas, o cada mes, por ejemplo, la tarea de planificación financiera a corto plazo debe generar la siguiente información, referida a los 12 meses siguientes:

+	Cobros por operaciones de explotación
-	Pagos por operaciones de explotación
<hr/>	
=	FLUJOS POR OPERACIONES DE LA EXPLOTACION ANTES DE IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS
-	Pagos por gastos financieros
+	Cobros por intereses
-	Pagos por impuestos
-	Reembolsos de deudas
<hr/>	
=	SALIDAS PRIORITARIAS DE TESORERIA
-	Pagos por inversiones netas
-	Remuneraciones a los accionistas
<hr/>	
=	SALIDAS DISCRECIONALES DE TESORERIA
+	Cobros por deudas recibidas
+	Cobros por aportaciones de accionistas
<hr/>	
=	FLUJOS FINANCIEROS
+	FLUJOS POR OPERACIONES DE LA EXPLOTACION ANTES DE IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS
+	SALIDAS PRIORITARIAS DE TESORERIA
+	SALIDAS DISCRECIONALES DE TESORERIA
+	FLUJOS FINANCIEROS
<hr/>	
=	VARIACION NETA DE TESORERIA Y EQUIVALENTES DE TESORERIA

La estructura anterior resulta fácil de obtener a partir de un estado de flujos por operaciones similar a la seguida por el SFAS N° 95 en la formulación de estados de cash flow anuales sobre datos ex-post. En palabras de Guy Zerah (1989 p. 728), los cobros y pagos agrupados por funciones facilitan la preparación de datos previsionales. No obstante, si utilizáramos este esquema para la elaboración de presupuestos de tesorería a corto plazo cabría hacer algunas matizaciones.

Por su puesto, la diferencia fundamental radica en que los valores a incluir son de naturaleza previsional. Ya hemos hablado de la obtención de los flujos de caja de explotación previsionales, a través de la programación y presupuestación de ventas, compras, fabricación y distribución.

Por lo que respecta a los pagos por gastos financieros, los mismos proceden tanto de deudas que financian el ciclo de explotación o ciclo de corto plazo, en suma, el capital circulante necesario, como de los préstamos y créditos para la adquisición de activo fijo. Es extremadamente difícil, a veces, distinguir unos de otros, por mucho que se considere relevante dicho desglose. Sin embargo, dicho defecto no es importante en un proceso de presupuestación a corto plazo, en el que se suponen predeterminadas las inversiones en activo fijo.

A largo plazo, los flujos de tesorería de explotación acumulados deben ser positivos, pero esto no tiene por qué cumplirse cada mes del ejercicio. En función de dicha cifra, es decir, una vez obtenidos todos los flujos de tesorería de explotación mensuales, se determinan los planes de financiación del ciclo de explotación. Los gastos financieros que impliquen se compensan con los cobros por ingresos financieros derivados de la inversión de excedentes de liquidez de períodos anteriores. Todo ello se suma a los pagos por gastos financieros procedentes de la financiación del activo fijo.

Para determinar los pagos en concepto de impuesto sobre beneficios debemos calcular una base imponible previsional, la cual gravará además los resultados por enajenación de activos fijos y de inversiones financieras temporales. Debemos por tanto, prever de antemano los flujos por operaciones de inversión y desinversión, dado que los primeros pueden afectar además al cálculo de deducciones.

Determinados los flujos de caja operativos por meses, el cálculo de los flujos de inversión se obtendría externamente por el proceso de planificación financiera a largo plazo.

En cuanto a los flujos por operaciones de financiación, el volumen de recursos que precise el ciclo de explotación se somete a los cálculos previos del presupuesto de flujos de tesorería operativos, mientras que las operaciones de financiación relacionadas con el activo fijo (planificación financiera a largo plazo) son una variable externa al proceso de corto plazo.

5.6.2 Clasificación Funcional de los Flujos Operativos

La información en términos de flujos de tesorería es usada internamente para la toma de decisiones sobre realizar o no ciertas operaciones de capital, es decir, decisiones de inversión y financiación, de las que se derivan flujos a presupuestar en un horizonte de largo plazo.

A corto plazo, sin embargo, la presupuestación de flujos de tesorería se debe exclusivamente al control de la debida coordinación entre cobros y pagos, factor del que depende la liquidez de la compañía. El resto de decisiones que tienen que ver con el ciclo de explotación o ciclo de corto plazo se toman haciendo uso de variables ligadas a la determinación del beneficio, tal y como señala el profesor Hicks (1995 p. 1), que pone como ejemplo las decisiones de precio.

La nula utilización para la gestión de los datos sobre flujos de tesorería a generar de cara a la formulación de información financiera externa puede tener que ver con los formatos de estados de flujos de tesorería como desarrollo de formatos de estados de variación del capital circulante. Además, para que resulte de utilidad a la dirección, un estado de flujos de tesorería debe determinar los flujos operativos partiendo de una cuenta de resultados funcional y no de ingresos y gastos por naturaleza. El modelo propuesto por Guyon (1995 p. 12) sería:

	Cifra de negocios
-	Compras netas
-	Mano de obra directa
-	Costes fijos de fabricación
<hr/>	
=	Margen Operativo (A)
+	Incrementos en deudores de explotación
-	Aumentos en acreedores de explotación
<hr/>	
=	Aumento en el Crédito de Explotación Neto (B)
(A) - (B): Flujos de Caja Operativos	

De la clasificación se desprenden dos áreas de control: el margen, que incluye el efecto de la rotación de existencias, y los saldos de cuentas a cobrar y a pagar derivadas del ciclo de explotación. Se entiende que los períodos medios de cobro a clientes y de pago a proveedores son dos variables con las que se puede jugar para anticipar o retrasar la transformación de resultados en disponibilidades, mientras que lo es en mucho menor grado los períodos medios de aprovisionamiento y fabricación, condicionados más bien por cuestiones técnicas.

El formato anterior admitiría también una clasificación del margen según la estructura de los costes, dividiéndolos en fijos y variables, distinción que resulta de utilidad para la determinación de un punto muerto en términos de flujos de caja operativos en vez de en términos de beneficio, denominado punto muerto de cobros por el profesor Rivero Torre (1991 p. 236), si bien, estrictamente, el umbral de rentabilidad en términos de flujos de caja sería el volumen de ventas a partir del cual los flujos operativos cubren las inversiones necesarias en capital circulante y en el activo fijo.

El profesor Menéndez (1986 pp. 189-190) se refiere a otra aplicabilidad de la información reflejada en los estados de flujos en el seno de la contabilidad interna, como medio para la determinación de los costes financieros asignables a las diversas divisiones o secciones de la empresa.

5.7 Estados de Flujos e Inflación

En opinión de Yap (1995 p. 3), "claramente, los estados contables basados en el coste histórico asumen una unidad de medida estable y, por tanto, no reflejan el efecto de los cambios en el nivel de precios, mientras que los estados de flujos tienen en cuenta los mismos de forma automática, dado que todas las entradas y salidas se muestran en términos de poder adquisitivo actual".

Dicha ventaja, no obstante, no resuelve el problema de cómo presentar una imagen fiel de los beneficios, es decir, del aumento de riqueza para los accionistas (Forrester, 1995 p. 8). Además, si el estado de flujos se refiere a variaciones de capital circulante conserva valoraciones a coste histórico. Por otra parte, para partidas no monetarias, el efecto inflacionario sólo se tiene en cuenta en el momento de la transacción: el efecto de la mera posesión del activo sólo se manifiesta en el ejercicio en que tiene lugar la enajenación o su cobro. De lo anterior se intuye la diferencia de objetivos de información perseguida por la cuenta de resultados y por un estado de variación de fondos.

El efecto de la inflación cobra importancia cuando se comparan flujos de tesorería correspondientes a diferentes períodos (Iglesias Sánchez, 1992 p. 85). Se deben ajustar en ese caso los estados de todos los ejercicios analizados según un índice de precios, so pena de no poder evaluar con rigor las

decisiones de inversión y financiación de la empresa en dicho intervalo. La utilización de índices de precios específicos, ligada al concepto de coste actual, no casa más que con un estado de flujos que incluyera resultados por tenencia, tal y como se citó en el capítulo I, pero no con un estado de flujos financieros ya realizados. El ajuste de los beneficios en base a un índice general de precios, en cambio, no se halla exento de problemas, dado que los resultados a coste histórico son consecuencia de una mezcla heterogénea de unidades de poder adquisitivo. Es por tanto, el ajuste por el índice general de precios el prescrito por el IAS N° 29 (IASC, 1989b par. 31) para el ajuste de los estados de flujos, lo que expresamente implica que el mismo informe sobre la variación de partidas monetarias, en concreto de tesorería y equivalentes de tesorería.

La inflación y el crecimiento producen el efecto de crear una mayor distancia entre beneficios y flujos operativos y de inversión (Moeller, 1995 p. 2, 6-7). En efecto, dado un período medio de maduración positivo, el efecto combinado de una subida de precios y un aumento de la actividad de la empresa deriva en que los beneficios de explotación crezcan por encima de lo que lo hacen los flujos de tesorería también de explotación.

siendo:

P_t : beneficio de explotación del ejercicio "t"

e_t : ingresos de explotación del ejercicio "t"

x_t : gastos de explotación del ejercicio "t"

C_t : Flujos de caja de explotación del ejercicio "t"

E_t : Cobros de explotación del ejercicio "t"

X_t : Pagos de explotación del ejercicio "t"

y,

$$P_t = e_t - x_t$$

$$C_t = E_t - X_t$$

La diferencia entre beneficios y flujos de caja sería:

$$P_t - C_t = (e_t - x_t) - (E_t - X_t) = (e_t - E_t) - (x_t - X_t)$$

Si el período medio de cobro es mayor que cero, debido al retraso entre ingresos y cobros, parte de los cobros del ejercicio "t" se corresponden con ingresos del ejercicio "t-1", luego:

$$E_t = \alpha e_{t-1} + (1-\alpha)e_t$$

Donde α representa en tanto por uno la parte de cobros por ingresos en el ejercicio anterior.

Los ingresos del ejercicio "t" se pueden expresar en función de los del ejercicio anterior conociendo la tasa de inflación anual, "i", y la tasa de crecimiento de las ventas "g". Se tendría, por tanto:

$$e_t = e_{t-1}(1+i)(1+g)$$

Despejando e_{t-1} :

$$e_{t-1} = \frac{e_t}{(1+i)(1+g)}$$

y sustituyendo en la expresión de los cobros de explotación:

$$E_t = \frac{\alpha}{(1+i)(1+g)} e_t + (1-\alpha) e_t$$

$$E_t = \left[\frac{\alpha}{(1+i)(1+g)} + (1-\alpha) \right] e_t$$

$$E_t = \frac{(1+i)(1+g) + \alpha [1 - (1+i)(1+g)]}{(1+i)(1+g)} e_t$$

Siendo α , por definición, mayor que cero, dadas unas tasas de inflación y de crecimiento positivas, el denominador del cociente que multiplica a e_t será mayor que el numerador, con lo cual se tendrá que e_t es mayor que E_t .

El mismo razonamiento seguiríamos para los gastos y pagos, de forma que, suponiendo una tasa de crecimiento en precios y volúmenes igual a la de los ingresos, se tendría:

$$X_t = \frac{(1+i)(1+g) + \beta [1 - (1+i)(1+g)]}{(1+i)(1+g)} x_t$$

Siendo β el tanto por uno de pagos del ejercicio "t" debidos a gastos de explotación del ejercicio "t-1", los pagos del ejercicio "t" serían menores que los gastos relacionados. Ahora bien, si el período medio de maduración es positivo, entonces α es mayor que β y, por lo tanto, $(e_t - E_t)$ sería mayor que $(x_t - X_t)$, es decir, $P_t - C_t$ sería positivo.

Para Murard (1979 p. 1076), la ventaja de un estado de flujos con respecto al fenómeno de la inflación radica en que de acuerdo con las hipótesis de que las inversiones son función de la tasa de crecimiento real del valor añadido, la proporción de los flujos, al separar los reales de los financieros, no se va a ver alterada de manera sustancial por la inflación debido a la evolución de los precios relativos. Cita este autor, sin embargo, dos excepciones a esta regla: los flujos por gastos financieros y por el impuesto sobre beneficios.

En el primer caso, no se da un ajuste perfecto entre tasas de inflación y tipos de interés: en palabras de los profesores Massons y García Nebot (1988 p. 196), "en épocas de fuerte inflación el interés real puede llegar a ser realmente bajo ya que, si bien es cierto que existe relación entre el alza de la tasa de inflación y la subida de los tipos de interés, no siempre existe una estricta proporcionalidad entre ambos movimientos al alza".

Por su parte, Lawson (1992b p. 104) propone considerar como

amortización de principal⁴ el exceso del interés nominal sobre el interés real, determinado éste de la siguiente forma:

$$\text{Intereses} \times \left(1 - \frac{\text{Tasa de interés} - \text{Tasa de inflación}}{\text{Tasa de interés}} \right)$$

En cuanto al impuesto sobre beneficios, se calcula sobre resultados nominales. En este sentido, los beneficios de explotación resultan ser superiores a los reales, debido a la valoración de las salidas de stocks a precios históricos y por el cómputo de las amortizaciones sobre esa misma base. Los gastos financieros nominales, en cambio, serán menores que los reales, compensando al efecto anterior. Este diferente comportamiento frente a la inflación ahondaría en la necesidad de separar los intereses del resto de flujos por operaciones corrientes.

⁴ El componente inflacionario de la tasa de interés sirve en realidad para mantener el valor de la inversión de los acreedores.

5.8 Métodos Prácticos de Formulación de Estados de Flujos

5.8.1 Elaboración a partir del Ajuste de las Variaciones entre Balances Consecutivos

Este es el camino seguido tradicionalmente para la elaboración del estado de origen y aplicación de fondos como muestra de las variaciones del capital circulante. El mismo que hemos adoptado en su desarrollo analítico, es decir, se parte de las variaciones entre los balances de apertura y de cierre, eliminándose aquellos flujos contables que no suponen variación de capital circulante. Incorporando a las variaciones totales la cuenta de Pérdidas y Ganancias del ejercicio, por eliminación de las variaciones de capital circulante que no representan flujos de caja -variaciones en existencias, en cuentas a cobrar y en cuentas a pagar- se llega a la formulación de un estado de flujos de tesorería como derivación del estado de origen y aplicación de fondos.

El problema de este método estriba en que en la práctica impide la elaboración de estados de flujos de tesorería intermedios, es decir, carece de flexibilidad para fijar el período temporal a que se refieren tales flujos, dado que depende del fijado para el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Una de las predicadas utilidades del estado de flujos de tesorería como instrumento para el control de las desviaciones que se van produciendo en los presupuestos de tesorería quedaría gravemente cercenado ante la imposibilidad de obtener tales

flujos con una elevada periodicidad.

Como ventajas se puede citar el cálculo de las variaciones de otro tipo de partidas de circulante, diferentes de las de tesorería. Además, este sería el único método posible para la estimación de los flujos de tesorería del ejercicio de una empresa por un analista externo a la misma. Decimos estimación por que la información suministrada por las cuentas anuales es insuficiente como para realizar un cálculo exacto de los diferentes flujos por operaciones. Sin embargo, su pretendida facilidad y economía puede no ser tal cuando se exige la presentación de los flujos operativos en términos brutos, es decir, por el método directo.

5.8.2 Obtención Directa de los Flujos

En el caso de un estado de flujos de tesorería bastaría una reordenación de los cargos y abonos de los mayores de las cuentas de disponible para obtenerlo directamente.

Por este camino, el estado de flujos de tesorería podría ser construido en referencia a cualquier período, sin tener que esperar a la previa formulación del Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias referidos al mismo intervalo de tiempo.

Dicha tarea, presenta, no obstante, problemas derivados de la contabilización de asientos complejos, con participación de

diferentes cuentas y subcuentas y un único apunte global sobre la tesorería. El trabajo diario determina que las anotaciones contables en tesorería se registran a lo largo del tiempo, sin tener en cuenta el carácter de tales transacciones ni su incidencia a efectos del análisis.

Habría que pensar, por tanto, en desglosar las relaciones contables según afecten a cuentas de movimientos de tesorería o transacciones y a cuentas de movimientos de valor o estimaciones (Guyon y Usunier, 1982 p. 28), a codificar de forma distinta. Antonio Campos y Primavera Martins (1995 pp. 23-24) desarrollan esta idea de codificación, que deriva en un diario específico para el registro de los flujos de tesorería, desglosando las cuentas específicas en base a un criterio de clasificación por operaciones. Se tendría:

<u>Cuentas de flujo de tesorería:</u>	<u>Código:</u>
Flujos operativos:	01
Flujos de inversión:	02
Flujos de Financiación:	03
 Cuentas de control (reflejas):	 <u>Código:</u>
Flujos operativos:	091
Flujos de inversión:	092
Flujos de Financiación:	093

Con carácter más general, se podría llegar a plantear, incluso un sistema de información basado en cuentas de flujo, no sólo para los ingresos y gastos, sino para aquellas partidas cuyas variaciones representan flujos financieros. Se debería para ello emplear un sistema de codificación que distinguiera saldos iniciales y flujos, quedando así automáticamente determinados los saldos al final del período considerado.

Los flujos se obtendrían, por tanto, en una primera etapa, en vez de por diferencia entre saldos iniciales y finales, o cargos/abonos de cuentas fondo. En esencia, se obtendrían primeramente los flujos económicos y financieros, representados respectivamente por la cuenta de pérdidas y ganancias y el estado de flujos de tesorería, o bien, por un único estado resumen de ambos, y por agregación, en una segunda fase, hasta un determinado instante, dispondríamos de los fondos que hoy representa el balance de situación, con expresión de la estructura resumen de orígenes y empleos acumulados.

A nivel inferior de desglose de la información, las cuentas, representativas hoy de magnitudes fondo, pasarían a expresar valores de flujos, identificados por su origen y su destino.

Lo anterior no sería más que el producto de la llamada Contabilidad Circulatoria, cuyo armazón teórico conceptual se debe al profesor Moisés García García (1980). Un ejemplo esquemático de aplicación de dichos razonamientos a la formulación del estado de flujos de tesorería podemos encontrarlo

en Peinó Janeiro (1992).

5.8.3 Elaboración a partir de los Mayores del resto de Cuentas de Balance y Pérdidas y Ganancias

A medio camino de las dos soluciones exploradas anteriormente, si seguimos basándonos en una división entre cuentas de Balance (cuentas fondo) y cuentas de Pérdidas y Ganancias (cuentas de flujos económicos), los flujos financieros podrían ser obtenidos indirectamente a partir de la agregación y clasificación de los movimientos de las cuentas que actúan como contrapartida de los cargos y abonos en tesorería, segregando y clasificando, por ejemplo, por operaciones, los cargos y abonos que han supuesto un pago o aplicación y un origen o cobro durante el ejercicio. Un ejemplo de este procedimiento basado en el Plan Francés de Contabilidad es el debido al trabajo de Gawtarnik y Stolowy (1986 pp. 26-28).

Se trataría, por tanto, de una variante del método del ajuste de las variaciones de activos y pasivos, pero jugando directamente con los cargos y abonos de los mayores de las cuentas, exceptuados los conceptos que se integren en la definición de fondo.

Se sigue haciendo posible la elaboración del estado de flujos de tesorería con independencia de la presentación o no del Balance y la cuenta de Pérdidas y Ganancias, pero sin necesitar

una codificación adicional de los cargos y abonos de los mayores de tesorería, pudiendo bastar, en la mayoría de los casos el desglose a nivel de cuentas y subcuentas del plan contable de la empresa.

No admite, sin embargo, este método, como el anterior, su elaboración por los usuarios externos de las cuentas anuales, dado que la información de los mayores no es pública.

6. Consolidación de Estados de Flujos

El término consolidación se define en su acepción genérica como resultado de la acción de dar firmeza y solidez a una cosa. También se puede entender como la consecuencia de adquirir dicha cualidad de firmeza por medio de la previa reunión de elementos disgregados. Citando a Queréndez Auzmendi (1984 p. 149), éste sería el origen del empleo de dicho término para "... describir el proceso que conduce a establecer las cuentas de un ente dado - el conjunto de empresas en cuestión- mediante la agregación previa de las de los elementos dispersos del mismo que son las citadas empresas consideradas individualmente. Como es natural, se supone que la información proporcionada por las nuevas cuentas debe ser mejor -más firme o sólida- que la que es posible extraer de las antiguas".

El desarrollo de la formulación de información consolidada camina parejo a la creciente tendencia a la mayor concentración

empresarial como consecuencia de la lucha por los mercados, o lo que es lo mismo, como una estrategia de supervivencia. La diversificación y los incrementos de capacidad son, en principio, fuente de crecientes rentabilidades para las organizaciones. Se persigue así un resultado superior a la mera agregación de las aportaciones individuales de cada una de las sociedades integrantes del grupo, fenómeno que responde al concepto de sinergia.

Además de la diversificación de riesgos se citan como causas para la concentración la racionalización de la producción y/o distribución de las mercancías; fines de control monopolístico, tanto en los mercados de aprovisionamiento como en los de venta; ventajas en la captación de capitales y otros factores como la internacionalización de la economía y la mayor facilidad de penetración en mercados extranjeros. (Cañibano y Cea, 1972 pp. 7-14).

6.1 Necesidad de un Estado de Flujos Consolidado

La simple agregación de cuentas anuales de las respectivas sociedades no garantiza que se dé por medio de las mismas una imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados económicos de una organización formada por la adquisición o suscripción de participaciones en una diversidad de personas jurídicas. Ello es debido a que las transacciones entre sociedades sometidas a una unidad de decisión o dominio tienen un

carácter discrecional. En palabras del profesor Cea (1992 p. 26-27), los términos en que se desarrollan tales transacciones intragrupo "...se deciden o pueden decidirse artificialmente, o sea, al margen de los imperativos económico-financieros o de mercado que, de no mediar esta circunstancia de dominio común, actuarían y producirían con toda seguridad términos distintos de tales transacciones e incluso ni tan siquiera podrían llegar a producirse."

Resulta, por tanto, pertinente establecer una metodología adecuada para generar informes financieros que se refieran de modo global a la realidad económica del conjunto de sociedades y no a cada una de las partes que lo integran. Ello pasa por registrar solamente las transacciones realizadas con el exterior de dicho conjunto y de formular unas cuentas que integren los activos, pasivos ingresos y gastos de todas las sociedades que lo forman.

Pero la información consolidada no debe limitarse al Balance y a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. El creciente proceso de centralización de la gestión de fondos aboga por la elaboración de un estado de flujos a nivel consolidado, dado que las decisiones de inversión y financiación, directamente relacionadas con los excedentes o déficits de disponible, una vez restado de los flujos operativos y las inversiones de mantenimiento, se tienen que tomar desde ese punto de vista de organización económica global.

Ademas, un estado de flujos informa no solamente sobre las entradas y salidas de recursos financieros para la unidad de actuación económica que representa el conjunto consolidable, sino que es también un medio de control de las variaciones del perímetro de la consolidación (Bailly y Lavoyer, 1990a p. 35), dado que su formulación exige disponer de los mismos datos que explican en ese caso la variación de los recursos propios consolidados.

Se distingue, no obstante, un diferente comportamiento en cuanto a la centralización de fondos y a la centralización de la información en torno a sus movimientos. En cuanto a lo primero, las barreras legales y económicas entre países condicionan una centralización exclusivamente a nivel de país. Parkinson (1983), citado por Turtle, Bector y Gill (1994 p. 36), identifica tres grandes grupos de dificultades: problemas propios de la organización del grupo; problemas de control de cobros transfronterizos y problemas de armonización de la regulación y de las prácticas bancarias a escala internacional. A nivel informativo, en cambio, en aras a una mejor coordinación, se viene produciendo una progresiva centralización de la información de carácter supranacional (Andersen Consulting, 1994 pp. 17-18).

La formulación de estados contables consolidados no puede hacerse a costa de prescindir de la presentación de cuentas individuales. Se alega para ello, en palabras del profesor Cea García (1992 p. 31), "que los derechos legales de las partes o personas implicadas se ejercen en relación con las sociedades

mercantiles como entes jurídicos separados y no con el grupo por regla general". Dicho razonamiento sin embargo puede no ser tan asumible en el caso de un estado de variaciones de fondos. Pensemos que el estudio del equilibrio entre las diversas clases de flujos por operaciones en una sociedad individual puede carecer de sentido cuando la misma depende financieramente de su matriz, por ejemplo. La coherencia entre la capacidad de generación de flujos operativos y las decisiones de inversión y financiación sólo podrá apreciarse en base a la unidad económica de actuación, con independencia de que la misma se articule en varias personas jurídicas diferentes. Una lectura del epígrafe del capítulo III dedicado al análisis de las relaciones que se establecen entre los flujos por operaciones permitirá comprender mejor el alcance del comentario precedente.

6.2 Regulación y Enfoques Conceptuales: Extensión versus Entidad

La disciplina de la consolidación de estados contables se ha visto sujeta a orientaciones muy diferentes en cuanto al perímetro de la consolidación, métodos, tratamiento de las participaciones minoritarias, atribución de resultados a mayoritarios y minoritarios, etc. Tales orientaciones se han agrupado tradicionalmente en dos enfoques conceptuales contrapuestos: el concepto de extensión o teoría financiera y el concepto de entidad o teoría económica (García Benau y Almela Díez, 1992 pp. 7-9).

El concepto de extensión supone que las cuentas consolidadas son un desarrollo que sirve de complemento informativo a las cuentas anuales de la sociedad dominante. El concepto de entidad, en cambio, contempla al grupo de sociedades como una unidad operativa sustantiva de cuya realidad se pretende dar información tanto a los accionistas mayoritarios como a los minoritarios.

La elección de la teoría o concepto de consolidación incidiría no sólo sobre el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidado, sino también sobre la formulación y presentación de un estado de flujos consolidado (García Benau y Mayordomo, 1992 p. 620).

Los pronunciamientos de las naciones del área anglosajona no distinguen los estados de información individuales y consolidados. Así, tanto el SFAS N° 95 en EE.UU, como el FRS N° 1 del Reino Unido e Irlanda se refieren indistintamente a un estado individual o consolidado, dependiendo de si la empresa sobre la que resida la obligación de presentar el estado de flujos debe presentar información consolidada o no.

Los países comunitarios, sujetos a la regulación sobre presentación de cuentas anuales consolidadas contenida en la Séptima Directriz, no obligan a la presentación de un estado de flujos, ya sea de tesorería o de capital circulante, y su presentación voluntaria se halla todavía menos extendida que la de estados de flujos individuales, tal y como se desprende del estudio compilatorio de Gray, Coenenberg y Gordon (1993). No en

vano, la mencionada directiva no hace alusión a la posibilidad de formular dicho estado contable, al igual que ocurría con la Cuarta Directriz para las cuentas individuales.

6.3 Armonización del Estado de Flujos Consolidado: El Problema de la Exclusión de Filiales

El ámbito de la consolidación, es decir, los criterios que marcan la oportunidad o no de excluir una filial del proceso de la consolidación, no se encuentran armonizados a nivel mundial e incluso se pueden encontrar sujetos a cierta ambigüedad en cuanto a su aplicación a grupos sometidos a una misma regulación. Es éste es uno de los grandes problemas a los que se enfrenta el estado de flujos consolidado. Singularmente, ello afecta a los estados de flujos de tesorería, los cuales ofrecen a priori grandes ventajas de cara a su normalización.

Por otra parte, un estado de flujos puede elaborarse a pesar de que las empresas del grupo pertenezcan a sectores no homogéneos, industrial o financiero. Ello implicaría que en este caso no estaría justificada la exclusión en razón de una actividad sustancialmente diferente por parte de una filial, tal y como se prevé en el artículo 14 de la Séptima Directriz (CEE 1983). El IASC, en cambio, se pronuncia expresamente en contra de dicho motivo de exclusión, por lo que resulta coherente con la información de flujos consolidados (IASC, 1989a par. 12).

De igual forma, la oportunidad sobre la agregación o no de flujos de filiales vendría dada también por la existencia o no limitaciones a la disposición interna de los fondos, fenómeno relacionado con el grado de autonomía de la filial. En grupos con filiales extranjeras la dependencia o independencia de la filial marca la elección del método de traducción de los flujos en moneda extranjera. Dicha distinción debe hacerse teniendo en cuenta la frecuencia y la naturaleza de las transferencias internas de fondos, pero no es el único factor a tener en cuenta. En el SFAS N° 52 (FASB, 1981c par. 42), por ejemplo, se establecen seis criterios para evaluar el grado de autonomía: flujos de caja, precios de venta, cuota de mercado, origen de la financiación y transacciones con el resto del grupo. Además, la limitación a la transferencia de fondos puede ir desde obstáculos a la repatriación de dividendos hasta "la existencia de restricciones drásticas y duraderas que dificulten sustancialmente el ejercicio por la matriz de sus derechos relativos al patrimonio o a la gestión de la empresa". El entrecomillado toma los términos literales del apartado 3 del artículo 13 de la Séptima Directriz (CEE 1983), que supone una aplicación muy restrictiva de este criterio de exclusión, mas no exenta también de una cierta ambigüedad, pese a tratarse de un documento que armoniza la presentación de cuentas consolidadas en Europa.

6.4 Estado de Flujos Consolidado: Formulación

La formulación de un estado de flujos financieros consolidado atiende, en principio, a la misma metodología que la empleada para el resto de estados contables, según las etapas propias de la consolidación, a saber:

- 1º) Homogeneización
- 2º) Agregación
- 3º) Eliminaciones

Un estado de flujos consolidado, por tanto, puede ser confeccionado directamente a partir de la agregación de estados de flujos individuales de cada una de las sociedades consolidables, etapa a la que seguirá la eliminación de flujos internos. Dicho procedimiento es coherente con la formulación individual directa, es decir, sin que se encuentre supeditada a la previa formulación del Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La hoja de trabajo de consolidación, similar a la empleada para el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados, podría ser, tanto para un estado de flujos de capital circulante como para un estado de flujos de tesorería, la siguiente:

HOJA DE TRABAJO SOPORTE PARA LA FORMULACION DE UN ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS:
(Método de los Estados de Flujos Individuales)

Concepto	Flujos de Capital Circulante		Flujos de Tesorería	
	Aplicación	Origen	Pago	Cobro
Orígenes/Cobros de la dominante:		O(D)		C(D)
Aplicaciones/Pagos de la dominante:	A(D)		P(D)	
Orígenes/Cobros de la dependiente "1":		O(d1)		C(d1)
Aplicaciones/Pagos de la dependiente "1":	A(d1)		P(d1)	
Orígenes/Cobros de la dependiente "2":		O(d2)		C(d2)
Aplicaciones/Pagos de la dependiente "2":	A(d2)		P(d2)	
.				
% Orígenes/Cobros de la multigrupo "M":		%O(M)		%C(M)
% Aplicaciones/Pagos de la multigrupo "M":	%A(M)		%P(M)	
<hr/>				
Orígenes/Cobros agregados:		O.Agreg.		C.Agreg.
Aplicaciones/Pagos agregados:	A.Agreg.		P.Agreg.	
<hr/>				
Eliminación de Orígenes/Cobros internos:		(O.int.)		(C.int.)
Eliminación de Aplicaciones/Pagos internos:	(A.int.)		(P.int.)	
<hr/>				
Orígenes/Cobros consolidados:		O.cons.		C.cons.
Aplicaciones/Pagos consolidados:	A.cons.		P.cons.	

Ahora bien, los estados de flujos individuales pueden obtenerse también a partir de la información del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, así que un estado de flujos de fondos consolidado también se puede obtener ajustando las diferencias entre las partidas del Balance de situación consolidado a cierre de ejercicio y las del ejercicio inmediato anterior, haciendo uso de la información reflejada en el resto de cuentas anuales consolidadas. Poniendo el ejemplo de un estado de variaciones de capital circulante, la hoja de trabajo soporte a emplear sería la siguiente:

HOJA DE TRABAJO SOPORTE PARA LA FORMULACION DE UN ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS:
(Método de los Balances Consolidados)

Concepto	Balances		Variaciones Totales		Ajustes	Variación Capital Circulante		Variación de Fondos	
	Ej.N	Ej.N-1	Aplicación	Origen	Aplicación Origen	Aumento	Disminución	Aplicación	Origen
Activo:					A				
AF	AF _i	AF _{i-1}	ΔAF	δAF	J			$\Delta AF'$	$\delta AF'$
AC	AC _i	AC _{i-1}	ΔAC	δAC	U	ΔAC	δAC		
Pasivo:					S				
PF	PF _i	PF _{i-1}	δPF	ΔPF	T			$\delta PF'$	$\Delta PF'$
PC	PC _i	PC _{i-1}	δPC	ΔPC	E	δPC	ΔPC		
VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE:					S	ΔCC	δCC	E.O/A	E.A/O

donde:

AF_i: Activo fijo al cierre del ejercicio i

AC_i: Activo circulante al cierre del ejercicio i

PF_i: Pasivo fijo al cierre del ejercicio i

PC_i: Pasivo circulante al cierre del ejercicio i

ΔAF : Aumento de activo fijo

ΔAC : Aumento de activo circulante

δAF : Disminución de activo fijo

δAC : Disminución de activo circulante

δPF : Disminución de pasivo fijo

δPC : Disminución de pasivo circulante

ΔPF : Aumento de pasivo fijo

ΔPC : Aumento de pasivo circulante

ΔCC : Aumento de capital circulante

δCC : Disminución de capital circulante

E.O/A: Exceso de orígenes sobre aplicaciones

E.A/O: Exceso de aplicaciones sobre orígenes

Partiendo de una relación de epígrafes más o menos exhaustiva, ya sea clasificables por operaciones o separados en

orígenes y aplicaciones, la obtención de los datos necesarios para reflejar los correspondientes importes puede realizarse, no obstante, por más de dos métodos en la práctica. Un ejemplo lo tenemos en el sistema que Bailly y Lavoyer (1990b p. 47) denominan de "consolidación modular", que consiste básicamente en determinar separadamente el contenido de cada epígrafe del estado de flujos consolidado, una vez fijados los requerimientos del modelo elegido.

6.5 Información Específica de un Estado de Flujos Consolidado

En coherencia con la agregación propia del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados, un estado de variación de fondos consolidado debe reflejar todos los flujos con el exterior del grupo registrados tanto por la sociedad dominante como por el resto de sociedades cuyos activos, pasivos y resultados se integran en el resto de las cuentas consolidadas. Se excluyen, por tanto, los flujos derivados de transacciones internas. Además de ello, el contenido específico de un estado de flujos consolidado, por comparación con su homónimo individual, atiende al reflejo de:

- a) El tratamiento de la participación del grupo en los flujos de sociedades consolidadas por integración proporcional y por puesta en equivalencia.

- b) La incidencia sobre los flujos de fondos del ejercicio de las variaciones experimentadas en el perímetro de la consolidación.
- c) La atribución a los socios externos de su participación en los flujos consolidados.
- d) La determinación y la forma de reportar el efecto de la variación en el tipo de cambio de conversión de flujos denominados en moneda extranjera.

6.5.1 Flujos por Operaciones de Sociedades Multigrupo y Asociadas

Las sociedades multigrupo se basan en la existencia de gestión compartida entre las sociedades que forman grupo con otras sociedades de fuera del grupo, no rigiendo en ellas el principio de la mayoría en la formación de la voluntad societaria. En base a ello, la consolidación de sus cuentas se realiza normalmente por el método de integración proporcional de sus activos, pasivos, ingresos y gastos. Es decir, la agregación de los mismos se limita al porcentaje de participación de las sociedades del grupo, las sometidas a un único centro de decisión o dominio.

En consecuencia, en cuanto al registro específico de flujos de fondos de operaciones realizadas por sociedades multigrupo

consolidadas por integración proporcional, deben registrarse en el porcentaje poseído por el grupo. Asimismo, aparecerán los flujos del grupo con las sociedades multigrupo del conjunto a consolidar en la parte no eliminada. Tales variaciones deberían figurar con la debida separación del resto de flujos, tal y como se postuló en cuanto a la necesidad de separar los de empresas del grupo y asociadas en un estado individual.

También en coherencia con el método de elaboración del resto de estados contables consolidados, los orígenes, aplicaciones, cobros y pagos registrados por las sociedades puestas en equivalencia no se habrán agregado al estado de flujos consolidado. Dicho método sólo trata de reflejar la participación a un valor que recoja la evolución de los recursos propios de la filial, denominada sociedad asociada, sobre la que el grupo, sin llegar a controlar las decisiones de su consejo de administración, ejerce una influencia notable.

La posible incorporación de la participación del grupo en los flujos operativos de la sociedad puesta en equivalencia, a semejanza del cálculo de los resultados consolidados, presenta como alternativa el asimilar la participación a la que es de aplicación este procedimiento a cualquier otro tipo de inversión financiera permanente, reflejándose únicamente los flujos por la adquisición, enajenación y, en su caso, el cobro de dividendos repartidos por la filial, como un origen o cobro por ingresos financieros. Esta solución, coincidente con las propuestas del Conseil National de Comptabilité de Francia, ha sido criticada

por autores del país vecino, por entender que existe una falta de consistencia con el procedimiento seguido para la obtención del resultado consolidado (Richard y Otros, 1987 p. 236).

Un caso particular de consolidación por puesta en equivalencia es el que afecta a sociedades dependientes cuya actividad es diferente de las del resto del grupo. Se podría argumentar en este caso que los objetivos de información de un estado de flujos consolidado no se verían afectados por la agregación de los flujos de tales dependientes, máxime cuando se hable de un estado de flujos de tesorería, dado que los equilibrios entre flujos clasificados por operaciones corrientes, de inversión y de financiación no pierden significación en modo alguno. Eso sí, se produciría entonces una falta de coincidencia con el criterio a seguir en la formulación del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, la cual debería ser claramente detectable cuando se haga un uso combinado de la información de los tres estados contables (Cóndor y Blasco, 1995 p. 469).

6.5.2 Cambios en el Perímetro de la Consolidación

El conjunto consolidable es la denominación que toma el conjunto al que pertenecen las sociedades consolidadas por integración global o proporcional, las únicas en las que se da un recorrido completo a las etapas del proceso de consolidación. La inclusión en el mismo de nuevas sociedades deriva en la adición de sus activos y pasivos a la fecha de su incorporación, adición

que puede reflejarse en el epígrafe correspondiente a la naturaleza concreta de cada elemento incorporado, o bien, refundirse en un único flujo. En este caso, si lo que se formula es un estado de variaciones de capital circulante, el flujo expresará la variación en el capital circulante consolidado, es decir, la aplicación por el precio de adquisición de la participación menos el capital circulante incorporado al conjunto consolidable en la fecha de la adquisición. Si hablamos de un estado de flujos de tesorería, se registrará el pago neto que resulte de restar del precio abonado la tesorería y cuasi-tesorería aportada al activo del Balance consolidado en el momento de la compra.

De forma similar, la enajenación de participaciones que suponga la salida del conjunto consolidable puede realizarse, bien desagregando las bajas en los diferentes flujos de activos y pasivos, bien en un único flujo, por la variación del capital circulante o de la tesorería consolidados.

Tanto para la adquisición como para la enajenación, la solución del flujo neto es la única contemplada, ya sea explícita o implícitamente, por las diversas normativas vigentes sobre la formulación de estados de flujos, con excepción de la Recommendation de la OECCA, que permite ambas (1988 par. 40.d). Su calificación, a efectos de una clasificación por operaciones, debe ser la de flujos negativos o positivos derivados de las actividades de inversión.

Cuando el cambio en el perímetro de la consolidación se produce en una fecha distinta de la apertura o cierre del ejercicio se debe tener en cuenta que el estado de los flujos registrados en dicho período deberá recoger los correspondientes a la sociedad que abandona el conjunto consolidable, hasta la fecha de la enajenación, y los de la sociedad incorporada, desde la fecha de primera consolidación hasta el cierre del ejercicio.

La adquisición o enajenación de sociedades puestas en equivalencia, a diferencia de las anteriores, no afrece variaciones con respecto a la compra o venta de participaciones en el capital de sociedades ajenas al grupo, dado que no se produce agregación alguna de activos, pasivos y resultados individuales de tales sociedades. No existe, por tanto, más alternativa que reflejar la aplicación por el precio de compra o el origen por el importe cobrado o a cobrar por la venta.

La aparición en el Balance consolidado de diferencias de primera consolidación, consecuencia de la adquisición de participaciones en sociedades del perímetro de la consolidación, implica su posterior amortización en el caso de referirse a una diferencia de valoración o a una diferencia positiva de adquisición o fondo de comercio de consolidación. Dicha amortización no forma parte de los flujos operativos, lo que deberá tenerse en cuenta para la determinación de los mismos por el método indirecto o de conciliación.

Tampoco formará parte de los flujos operativos el resultado de la enajenación de participaciones recogido en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, ajustada ya por los beneficios retenidos y las amortizaciones acumuladas de las diferencias de primera consolidación atribuidos a resultados de ejercicios anteriores, en la parte que corresponda a dichas participaciones.

6.5.3 Atribución de Flujos a los Socios Externos

La formación de un grupo de sociedades se articula desde una sociedad matriz mediante la suscripción o compra de participaciones en otras sociedades. Tales participaciones no tienen por qué alcanzar, directa o indirectamente, el cien por cien del capital, surgiendo la figura de los socios externos, esto es, aquellos accionistas de sociedades distintas de la persona jurídica que encarna el papel de dominante o matriz.

Por el método de integración global, previa la agregación de todos los activos y pasivos, tanto de la sociedad dominante como de sus dependientes, la participación directa o indirecta que corresponde a los socios externos en el patrimonio neto de las filiales se recoge en único epígrafe en el pasivo del Balance consolidado. De igual forma, en la Cuenta de pérdidas y Ganancias consolidada se registra la parte que corresponde a los socios externos en los ingresos y gastos consolidados del ejercicio.

La clasificación y determinación de tales partidas reviste varias soluciones, las cuales tienen que ver con el concepto, extensión o entidad, que se siga en la formula y presentación de las cuentas consolidadas. Así, a efectos del Balance, el concepto de extensión considera a los socios externos como acreedores, mientras que el de entidad los equipara a los socios de la sociedad dominante, esto es, la participación de los socios externos forma parte de los fondos propios consolidados (Córdor, 1988 p. 46). Este criterio marca también la clasificación de los resultados atribuibles a los socios externos. Además, la determinación de los mismos, bajo el concepto puro de extensión, no debe verse afectada por la eliminación de resultados internos.

Trasladando los razonamientos anteriores a la elaboración de un estado de flujos, partiendo de una clasificación por operaciones corrientes, de inversión y de financiación, surge la cuestión de si se precisa o no realizar una atribución de tales flujos entre sociedad dominante y socios externos. En caso afirmativo, se debe dar respuesta, además, a cómo reflejar dicho reparto.

Las decisiones de inversión y financiación a nivel agregado afectan al saldo de la participación de socios externos con tal de que modifiquen los fondos propios de las filiales o cuando producen cambios en el porcentaje de participación. Así, por ejemplo, en una enajenación de inmovilizado propiedad de una sociedad dependiente -filial consolidada por integración global- el resultado de la operación forma parte del origen global por el

importe de la venta. Si en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias dicho resultado se distribuye entre dominante y socios externos, en un estado de flujos cabría también la posibilidad de atribuir no el resultado, sino el origen o cobro derivado de la enajenación.

Los flujos por operaciones corrientes, en la medida en que se obtienen a partir del saldo de pérdidas y ganancias consolidado, deberían ser asimismo separados entre los que corresponden a la sociedad dominante y los de socios externos si se realiza dicha atribución en términos de resultados consolidados. Por el método indirecto, dicha separación obligará a realizar la atribución en todos los ajustes de conciliación entre resultados y flujos operativos. Si el concepto de resultado consolidado respondiese solamente al atribuible a la sociedad dominante, habría de sumarse previamente el correspondiente a los socios externos.

Se aprecia, por tanto, en grupos de estructura compleja, la necesidad de poseer información separada sobre los resultados atribuibles a cada una de las sociedades del grupo, lo que implicaría volver hacia atrás en el proceso de atribución de resultados entre dominante y socios externos, atribución que no sirve para la realización de los ajustes anteriores, dado que debemos identificar la sociedad que posee la participación, o en su defecto, el tanto de participación de dominante y socios externos sobre dicha sociedad, la cual no tiene por qué ser la dominante, dado que puede tratarse de una dependiente

interpuesta.

Por la razón anteriormente apuntada, la conciliación entre flujos operativos y resultados debería hacerse antes de su atribución a la sociedad dominante y a socios externos, atribución que debe basarse en las mismas reglas empleadas para el reparto del saldo de Pérdidas y Ganancias consolidado. En suma, el reparto de flujos operativos entre sociedad dominante y socios externos no se limita simplemente a aplicar un determinado tanto de participación, dado que los ajustes pueden afectar de forma diferente a los resultados de la una y los otros. Así, por ejemplo, un ajuste por la eliminación de la amortización del fondo de comercio de consolidación derivado de la adquisición de una filial afecta solamente a los socios de la compañía que participa en el capital de dicha filial, y no a los socios externos de ésta.

Supuesta, por ejemplo, la conciliación de la página siguiente entre resultados y recursos operativos, en el que sólo hemos tenido en cuenta la existencia de ajustes por amortización de inmovilizado en poder de la filial y la amortización del fondo de comercio que se deriva de la participación de un 80 por ciento en el capital de la filial. Se comprueba que los recursos operativos atribuibles a la dominante y a los socios externos no pueden ser calculados mediante la simple aplicación del porcentaje de participación a la cifra global de flujos operativos consolidados.

	<u>Dominante</u>	<u>Socios Ext.</u>	<u>Consolidado</u>
Pérdidas y Ganancias:	350	80	430
Ajustes:			
+ Dot. Amortiz. Inmov. Mat.:	+80 (0,8x100)	+20 (0,2x100)	+100
+ Dot. Amortiz. F. de C. Cons.:	+20		+20
Flujos Operativos:	450	100	550

La existencia de formatos de estados de flujos que clasifican en categorías o clases de operaciones diferentes los gastos financieros e ingresos financieros, derivados de intereses a pagar y de intereses y dividendos a cobrar; así como el gasto por impuesto sobre beneficios, redunda en la discusión sobre si resulta útil perseverar en la atribución de los flujos operativos entre sociedad dominante y socios externos. Haríamos extensible lo anterior a los flujos de inversión, dado que tanto el ciclo de explotación como las adquisiciones de inmovilizado son financiadas indistintamente con aportaciones de acreedores y de socios externos y de la sociedad dominante.

Otra cuestión es que no solo se pueda sino que se deba separar entre sociedad dominante y socios externos los flujos de financiación que se derivan de aportaciones (ampliaciones de capital) o remuneraciones (reducciones de capital y dividendos) de fondos.

6.5.4 Flujos de Filiales Extranjeras

La existencia de sociedades consolidadas domiciliadas en el extranjero obliga a presentar los flujos agregados de tales sociedades traducidos a la moneda del país de la dominante, la obligada al formular las cuentas consolidadas. El problema de la conversión de un estado de flujos en moneda extranjera tiene que ver con la elección del tipo de cambio a emplear para la traducción de los respectivos orígenes y aplicaciones. El tipo de conversión de los flujos de filiales extranjeras va a condicionar la cuantificación del efecto de la variación en el tipo de cambio sobre el concepto de fondo a que haga referencia el estado de flujos. Por último, la información sobre dicho efecto reviste varias alternativas a efectos de su presentación.

I. Tipo de Cambio de Conversión de los Flujos

En cuanto a la elección del tipo de cambio, en la práctica sólo caben dos posibilidades objetivas, a saber:

1. Al tipo de cambio vigente en la fecha en que se produce el flujo (tipo de cambio actual).
2. Al tipo de cambio de cierre de las cuentas consolidadas.

La dificultad de la aplicación del primer criterio puede llevar a sus sustitución por un tipo de cambio promedio,

debidamente ponderado por el volumen de operaciones mensual, trimestral, semestral, etc.

Considerando que la información suministrada por los estados de flujos es específica del mismo, no pudiendo ser aportada por otros documentos de naturaleza contable, parece que la primera alternativa es la teóricamente correcta, con independencia del método de conversión empleado para la traducción de Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Sólo así podremos reflejar el efecto de las operaciones corrientes, de inversión y de financiación en el momento en que se registraron, con independencia del efecto de la variación en el tipo de cambio. En palabras de Choi y Sondhi (1984 p. 48), "una evaluación separada del efecto combinado de las fluctuaciones en el tipo de cambio y del método de conversión es esencial para explicar los flujos descritos en el estado de cambios en la situación financiera y su relación con otros estados financieros".

Ocurre, sin embargo, que en la práctica resulta muy difícil pedir a las empresas que conozcan los tipos de cambio vigentes a la fecha de sus operaciones, por lo que el tipo de cambio de cierre resulta ser en este caso una alternativa pragmática. Sería deseable, no obstante, tal y como propone Benoit (1980 p. 248), adjuntar un cuadro sinóptico de las inversiones del grupo en las diferentes divisas de sus filiales extranjeras.

La conversión de los flujos por el tipo de cambio de cierre no es consistente con la conversión de ciertos activos y pasivos

a tipos de cambio distintos. Por otra parte, si la cuenta de pérdidas y ganancias se convierte a tipos actuales, o mediante el empleo de un tipo de cambio medio ponderado, es mucho menos aceptable que los recursos procedentes de las operaciones aparezcan convertidos en el estado de flujos según el tipo de cambio de cierre. Así, ya en el segundo borrador del SFAS N° 52, el FASB (1981b) se decantaba por aplicar el tipo de cambio de cierre a la conversión del estado de flujos, salvo para los que se deriven de ingresos, gastos, pérdidas y ganancias, los cuales deberían ser convertidos según el tipo utilizado para la traducción de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Como en el caso de la conversión de la cuenta de pérdidas y ganancias, de aplicarse tipos de cambio diferentes a cada uno de los flujos de fondos, la estructura o reparto de las distintas categorías en que podemos agrupar los mismos variará con respecto a la presentada en el estado de flujos en moneda extranjera, antes de la conversión. Esta circunstancia no se produciría de aplicarse un único tipo de cambio medio ponderado, pero ello no parece asumible en un estado de flujos, en el que conviven orígenes y aplicaciones por operaciones corrientes, de inversión y financiación. A cada epígrafe, por tanto, le correspondería un tipo de cambio medio diferente (Georgiou, 1993 p. 231).

El análisis de las decisiones internas de inversión y financiación de una filial extranjera podría basarse en el estado de flujos individual denominado en moneda extranjera, tal y como opina Gonzalo Angulo para los flujos económicos reflejados en la

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Gonzalo Angulo, 1994 pp. 164-165). Esta es la solución defendida por Duangploy, Zieha y Gray (1987 p. 37-39) para la presentación de flujos de fondos de filiales extranjeras autónomas. Se supone que siendo la moneda funcional de la dependiente la divisa local, no produciéndose transferencias de fondos con regularidad, el análisis de la flexibilidad financiera y la liquidez de los flujos de la filial no residente cobra relevancia exclusivamente a nivel individual. Ahora bien, recalquemos que ello sólo es válido para la filiales no residentes que operen de forma autónoma. De lo contrario, el análisis de los flujos clasificados por operaciones puede mostrar desequilibrios debidos exclusivamente a la política de asignación de fondos seguida por el grupo. En todo caso dicho análisis debería limitarse a los flujos de caja operativos.

Desde el punto de vista del grupo, sin embargo, la valoración del conjunto de operaciones de las sociedades que lo integran, objetivo que justifica la existencia de un estado de flujos consolidado, debe hacerse empleando una unidad de medida común, es decir, determinando en cada momento el flujo equivalente en la moneda de la dominante. Bajo este punto de vista, emplear el tipo de cambio de cierre tanto para el Balance como para el estado de flujos implicaría no tener constancia de cómo incidieron las variaciones en los tipos de cambio, ni siquiera en las partidas de capital circulante. Sólo sería asumible, por tanto, cuando no se dieran diferencias significativas en la evolución de los tipos de cambio (Archel, 1991 p. 58).

II. Cuantificación del Efecto de la variación en el Tipo de Cambio

La incidencia del tipo de cambio al que se convierten los flujos de una filial extranjera va a ser diferente según tratemos de un estado de variaciones de capital circulante o de un estado de flujos de tesorería, por citar los dos conceptos extremos entre los que se debate la delimitación del término fondo. Se pueden contemplar, así, los siguientes casos en función de como se conviertan flujos y saldos:

1º) Conversión de estados de variaciones de capital circulante

A) Flujos convertidos por el tipo de cambio actual.

- a) Balances convertidos por el tipo de cambio de cierre (Método del Tipo de Cambio de Cierre).
- b) Activos y Pasivos convertidos a tipos de cambio históricos.

b-1) Método Circulante-No Circulante

b-2) Método Monetario-No Monetario

b-3) Método Temporal

B) Flujos convertidos por el tipo de cambio de cierre

2º) Conversión de estados de flujos de tesorería

A) Flujos convertidos por el tipo de cambio actual.

B) Flujos convertidos por el tipo de cambio de cierre

3°) Conciliación entre Resultados y Flujos Operativos:

A) Recursos Procedentes de las Operaciones

B) Flujos de Caja Operativos

1°) Conversión de estados de variaciones de capital circulante:

A) Flujos convertidos por el tipo de cambio actual:

Un estado de origen y aplicación de fondos representativo de los flujos de capital circulante representará las variaciones producidas a lo largo del ejercicio en dicha variable. Esquemáticamente:

$$\sum \text{ORIG} - \sum \text{APLI} = \text{CC}_n - \text{CC}_o$$

donde:

$\sum \text{ORIG}$: Orígenes de fondos

$\sum \text{APLI}$: Aplicaciones de fondos

CC_n : Capital circulante al cierre del ejercicio

CC_o : Capital circulante al inicio del ejercicio

La aplicación del tipo de cambio vigente a la fecha en que se produjeron los respectivos flujos produciría el siguiente resultado:

$$\sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i \cdot T_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i \cdot T_i$$

donde T_i es el tipo de cambio vigente en el instante "i".

a) Balances convertidos por el tipo de cambio de cierre:

El método del tipo de cambio de cierre consiste en traducir todos los activos y pasivos al tipo de cambio del último día del ejercicio, dado que parte de la hipótesis de considerar la participación como una inversión de carácter financiero, afectando el riesgo de tipos de cambio al patrimonio neto de la filial, es decir, a la totalidad de activos y pasivos. Se regula por primera vez en la Recommendation N° 25 del Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), que data de 1968, proponiendo su uso cuando la divisa de la filial es más débil que la de la dominante, en atención al principio de prudencia, dado que la depreciación de dicha divisa produciría pérdidas de conversión.

El método del tipo de cambio de cierre es el de más general aplicación, siendo en la actualidad uno de los dos métodos aceptados por el FASB (SFAS N° 52, 1981c), el ASB (SSAP N° 20, 1983) y el IASC (IAS N° 21, 1983), a aplicar cuando la filial extranjera realiza sus operaciones de forma autónoma, de modo que la participación tiene un interés predominantemente financiero y lo que interesa es el efecto de la variación en el tipo de cambio sobre el patrimonio neto de la filial, es decir sobre la

totalidad de su activo menos el pasivo exigible.

Si el método de conversión del Balance es el del tipo de cambio de cierre, la variación en el capital circulante sería:

$$CC_n.T_n - CC_o.T_o$$

donde:

CC_n : Capital circulante al cierre del ejercicio

CC_o : Capital circulante al inicio del ejercicio

T_n : Tipo de cambio al cierre del ejercicio

T_o : Tipo de cambio al inicio del ejercicio

El minuendo puede ser desarrollado así:

$$\begin{aligned} CC_n.T_n &= (CC_o + \sum_{i=1}^n \Delta CC_i - \sum_{i=1}^n \delta CC_i).T_n \\ &= CC_o.T_o + CC_o.(T_n - T_o) + \sum_{i=1}^n \Delta CC_i.T_i + \sum_{i=1}^n \Delta CC_i.(T_n - T_i) \\ &\quad - \sum_{i=1}^n \delta CC_i.T_i - \sum_{i=1}^n \delta CC_i.(T_n - T_i) \end{aligned}$$

siendo:

ΔCC : Aumentos de capital circulante

δCC : Disminuciones de capital circulante

y como:

$$\sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i.T_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i.T_i = \sum_{i=1}^n \Delta CC_i.T_i - \sum_{i=1}^n \delta CC_i.T_i$$

La variación del capital circulante se puede desglosar así:

$$\begin{aligned}
 (CC_n.T_n - CC_o.T_o) &= \sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i.T_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i.T_i \\
 &+ CC_o.(T_n-T_o) + \sum_{i=1}^n \Delta CC_i.(T_n-T_i) - \sum_{i=1}^n \delta CC_i.(T_n-T_i)
 \end{aligned}$$

Los tres últimos sumandos reflejan la variación de capital circulante debida a las modificaciones experimentadas por los tipos de cambio. Dicha variación vendrá causada, en consecuencia, por:

- i) Las variaciones en el tipo de cambio entre el inicio y el cierre del ejercicio, calculadas sobre el capital circulante inicial en moneda extranjera.

$$CC_o.(T_n-T_o)$$

- ii) Las variaciones en el tipo de cambio entre la fecha de cada incremento bruto del capital circulante y la fecha de cierre, multiplicadas por cada incremento bruto de capital circulante en moneda extranjera.

$$\sum_{i=1}^n \Delta CC_i.(T_n-T_i)$$

- iii) Las variaciones en el tipo de cambio entre la fecha de cierre del ejercicio y la fecha en que se producen cada una

de las disminuciones brutas de capital circulante, multiplicadas por cada una de las disminuciones brutas de capital circulante en moneda extranjera.

$$- \sum_{i=1}^n \delta CC_i \cdot (T_n - T_i)$$

Para el activo fijo, por diferencia entre variaciones en Balance y variación de fondos, el efecto de la variación en el tipo de cambio sería:

$$\begin{aligned} (AF_n \cdot T_n - AF_o \cdot T_o) - \sum_{i=1}^n \Delta AF_i \cdot T_i - \sum_{i=1}^n \delta AF_i \cdot T_i &= \\ &= AF_o \cdot (T_n - T_o) + \sum_{i=1}^n \Delta AF_i \cdot (T_n - T_i) - \sum_{i=1}^n \delta AF_i \cdot (T_n - T_i) \end{aligned}$$

y para el pasivo fijo:

$$\begin{aligned} (PF_n \cdot T_n - PF_o \cdot T_o) - \sum_{i=1}^n \Delta PF_i \cdot T_i - \sum_{i=1}^n \delta PF_i \cdot T_i &= \\ &= PF_o \cdot (T_n - T_o) + \sum_{i=1}^n \Delta PF_i \cdot (T_n - T_i) - \sum_{i=1}^n \delta PF_i \cdot (T_n - T_i) \end{aligned}$$

b) Activos v Pasivos convertidos a tipos de cambio históricos:

La conversión de ciertas partidas del Balance a tipos de cambio históricos ha quedado reservada a métodos de traducción

aplicables exclusivamente a filiales cuyas operaciones constituyen una prolongación de las actividades de la matriz y sus filiales nacionales. Se busca con ello reflejar tales actividades de forma análoga a transacciones en moneda extranjera que hubieran sido desarrolladas directamente desde el país de la matriz (Archel, 1991 p. 59), es decir, asimilar el tratamiento de las diferencias de cambio de conversión al de las diferencias denominadas de transacción. En función de qué partidas se entiendan sujetas al riesgo de cambio tenemos los siguientes métodos:

b-1) Método Circulante-No Circulante:

Supone la consideración de que el riesgo de cambio pesa fundamentalmente sobre activos y pasivos a corto plazo, es decir, aquéllos cuya materialización en efectivo se halla más próxima. Fue recogido por primera vez en el Accounting Research Bulletin (ARB) N° 4 (1939). Para la traducción de los activos y pasivos circulantes de la filial extranjera emplea el tipo de cambio de cierre. Para el resto de partidas del balance emplea el tipo de cambio histórico, es decir, el tipo de cambio a la fecha de incorporación del elemento al patrimonio de la sociedad.

El empleo de tipos de cambio de cierre para el capital circulante nos lleva a la misma problemática que bajo el método del tipo de cambio de cierre, pero refiriéndonos solamente a esta clase de activos y pasivos. Por lo que respecta a las partidas de

activo fijo no quedará reflejo alguno del efecto de la variación en el tipo de cambio entre la adquisición y su enajenación. Igualmente, las aplicaciones de fondos por cargos en cuentas de pasivo fijo diferirán de los orígenes de fondos registrados en su día convertidos a un tipo de cambio distinto.

b-2) Método Monetario-No Monetario:

Planteado a nivel teórico por primera vez por Hepworth (1956), el método monetario no monetario se aplica inicialmente por la National Accounting Research, en su Research Report N° 36 (1960) y dicta la traducción de las partidas monetarias del Balance al tipo de cambio de cierre, mientras que la conversión de las partidas no monetarias se realiza mediante el empleo del tipo de cambio histórico.

Las partidas monetarias son, en general, las que poseen un valor de realización fijo y determinado, definiéndose por exclusión las no monetarias. Este método, por tanto, considera que la exposición al riesgo de cambio reside en el endeudamiento neto de la empresa (Gonzalo Angulo, 1994 p. 86).

El método monetario-no monetario tiene en cuenta la posible revalorización monetaria de activos físicos denominados en una moneda depreciada (teoría de la paridad del poder adquisitivo), con independencia de que se trate de existencias o de inmovilizado.

Para la cuantificación del efecto de la variación del tipo de cambio sobre el capital circulante deberemos distinguir entre capital circulante monetario y no monetario.

La variación en el capital circulante monetario se desglosa de igual forma que en el apartado referido al método del tipo de cambio de cierre.

En cuanto a las variaciones del capital circulante no monetario, las mismas no reflejan influencia alguna procedente de las alteraciones en el tipo de cambio, dado que su incorporación al Balance debe hacerse por el tipo de cambio histórico.

Siendo $CCR_n = CCR_{n-1} + \Delta CCR_n - \delta CCR_n$, el capital circulante no monetario en moneda extranjera al cierre del ejercicio, calculado por adición de aumentos y sustracción de disminuciones al saldo de inicio de ejercicio, el cálculo del capital circulante no monetario convertido a la divisa nacional al cierre del ejercicio presenta una problemática similar a la valoración de los consumos de existencias: es decir, se puede conocer o no el tipo de cambio de conversión de la partida concreta que se da de baja del Balance. En este último caso pueden seguirse los mismos razonamientos que para la analogía anteriormente mencionada (método FIFO, o LIFO, tipo de cambio medio ponderado, etc.).

De conocer el momento en que se incorporó al Balance la partida de circulante que ahora se da de baja, el cálculo del saldo final del capital circulante convertido, al cierre del

ejercicio "t+n", podría expresarse de la siguiente forma:

$$\begin{aligned}
 CCR'_{t+n} = CCR'_t &+ \sum_{i=t}^{t+n} \Delta ACR_i \cdot T_i - \sum_{i=t}^{t+n} \Delta PCR_i \cdot T_i \\
 &- \sum_{i=1}^{t+n} \delta ACR_i \cdot T_i + \sum_{i=1}^{t+n} \delta PCR_i \cdot T_i
 \end{aligned}$$

Donde, los diferentes T_i son tipos de cambio vigentes en el ejercicio, momento en que se produce el registro inicial de activos y pasivos circulantes no monetarios.

Las disminuciones de activos y pasivos circulantes, por su parte, se anotan según la conversión que resulta de aplicar los tipos de cambio históricos, los cuales, en teoría, podrían remontarse a la fecha en que la empresa inicio sus actividades.

De resultar pertinente la información en torno a las variaciones en activos y pasivos permanentes debidas a diferencias en el tipo de cambio fijado entre divisas, vale lo expuesto para el capital circulante, es decir, se pueden contemplar por separado los activos y pasivos fijos no monetarios, ya que los mismos no darán lugar a diferencias de conversión, mientras que los activos y pasivos fijos monetarios calculan sus diferencias de conversión tal y como se refleja en el apartado referido a balances convertidos al tipo de cambio de cierre.

b-3) Método Temporal:

Es el contemplado por el SFAS N° 8 (1975, pars. 9-12), y se basa en las mismas premisas que el método anterior. Las partidas de balance contabilizadas a su valor actual, de realización o de reposición, y las que suponen cobros y pagos futuros se traducen al tipo de cambio de cierre. Las partidas contabilizadas a precio de adquisición se traducen al tipo de cambio histórico. Se deduce, por tanto, que coincide con el método monetario-no monetario cuando todas las partidas no monetarias se valoran a coste histórico, pero cubre la eventualidad de que tales partidas adopten criterios de valoración basados en el coste actual o corriente. La normativa vigente en los países anglosajones (FASB, 1981c; ASB, 1983; CICA 1983) lo contempla como un método alternativo al del tipo de cambio de cierre para filiales cuya actividad constituye una prolongación de las de las sociedades nacionales del grupo. Igualmente el IASC (IAS 21, 1983) aboga por esta misma combinación.

Las partidas convertidas a tipos de cambio históricos serán aquéllas valoradas en función de su precio de adquisición o coste histórico. Como ya se ha indicado, muchas veces tal definición es aplicable a las partidas no monetarias, por lo que no habría nada que añadir con respecto a lo ya visto para el método monetario-no monetario.

B) Flujos convertidos por el tipo de cambio de cierre:

En ese caso la traducción de los flujos arrojaría el siguiente resultado:

$$\sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i \cdot T_n - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i \cdot T_n = T_n \cdot \left(\sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i \right)$$

Donde T_n es el tipo de cambio vigente en el instante "n" (fecha de cierre del ejercicio).

Bajo la hipótesis de autonomía de la filial no residente, el método de conversión del Balance sería el del tipo de cambio de cierre. La variación en el capital circulante convertido sería:

$$CC_n \cdot T_n - CC_o \cdot T_o$$

El saldo final de capital circulante puede expresarse en función del saldo inicial, más los aumentos y menos las disminuciones del ejercicio:

$$\begin{aligned} CC_n \cdot T_n &= \left(CC_o + \sum_{i=1}^n \Delta CC_i - \sum_{i=1}^n \delta CC_i \right) \cdot T_n \\ &= \left(CC_o + \sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i \right) \cdot T_n \end{aligned}$$

Sustituyendo:

$$CC_n.T_n - CC_o.T_o = (CC_o + \sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i) . T_n - CC_o.T_o$$

$$CC_n.T_n - CC_o.T_o = (\sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i) . T_n + CC_o.(T_n-T_o)$$

En este caso, por tanto, la conciliación entre variaciones de fondos y variación de capital circulante se reduce al resultado de multiplicar el saldo inicial de capital circulante en moneda extranjera por la variación en el tipo de cambio entre el inicio y el cierre del ejercicio.

$$CC_n.T_n - CC_o.T_o - (\sum_{i=1}^n \text{ORIG}_i - \sum_{i=1}^n \text{APLI}_i) . T_n = CC_o.(T_n-T_o)$$

El resto de aumentos y disminuciones del capital circulante debidas a variaciones en el tipo de cambio, tal y como se desglosaban en el estado de flujos convertido a tipos de cambio históricos, quedará incluido en las variaciones de fondos convertidas al tipo de cambio de cierre.

La hipótesis de que una parte de los activos y pasivos del Balance de la filial no residente hayan sido convertidos a tipos históricos no puede ser contemplada en este epígrafe, dado que sería inconsistente presentar en este caso los flujos de la filial convertidos al tipo de cambio de la fecha de cierre del ejercicio.

2º) Conversión de estados de flujos de tesorería:

El estado de flujos, en el enfoque que informa sobre variaciones de tesorería, a efectos de su conversión a una divisa distinta de la empleada en las operaciones de la empresa, también puede contemplarse desde la doble óptica de reflejar los flujos según el tipo de cambio vigente en la fecha en que tuvieron lugar los respectivos cobros y pagos o según el tipo de cambio corriente, es decir, el de la fecha de cierre del ejercicio, que coincide con la fecha de formulación del estado de cash flow.

A) Conversión al tipo de cambio en la fecha de las operaciones.

El problema de la conversión se asemeja en este caso al reflejo de cobros y pagos en moneda extranjera y las diferencias de transacción que pueden producirse. Razonando de forma similar que para las variaciones de capital circulante, el efecto de la variación en el tipo de cambio sobre la tesorería sería:

$$(TS_n \cdot T_n - TS_o \cdot T_o) - \sum_{i=1}^n \Delta TS_i \cdot T_i + \sum_{i=1}^n \delta TS_i \cdot T_i =$$
$$TS_o \cdot (T_n - T_o) + \sum_{i=1}^n \Delta TS_i \cdot (T_n - T_i) - \sum_{i=1}^n \delta TS_i \cdot (T_n - T_i)$$

donde:

TS_n : Saldo de tesorería en la moneda local al cierre del ejercicio

- TS_0 : Saldo de tesorería en la moneda local al inicio del ejercicio
- ΔTS_i : Cobros en moneda local en el instante "i", dentro del ejercicio acotado por los instantes "o" y "n".
- δTS_i : Pagos en moneda local en el instante "i", dentro del ejercicio acotado por los instantes "o" y "n".
- T_n : Tipo de cambio entre la moneda local y la moneda en que se quiere convertir, al cierre del ejercicio.
- T_0 : Tipo de cambio entre la moneda local y la moneda en que se quiere convertir, al inicio del ejercicio.
- T_i : Tipo de cambio entre la moneda local y la moneda en que se quiere convertir, en el instante "i", comprendido entre el inicio y el cierre del ejercicio.

Dado que la tesorería, y en su caso, los equivalentes de caja o cuasi-tesorería son partidas monetarias, dicho efecto será independiente del método de conversión adoptado para el Balance. Ello supone afirmar que, en el caso de conversión de filiales a efectos de formulación de cuentas consolidadas, el estado de flujos de tesorería convertido de la filial sería idéntico con independencia de que la misma se considere una prolongación de las actividades de la dominante o actúe con autonomía con respecto a la matriz.

B) Conversión por el tipo de cambio de cierre:

Como en el caso de los estados de flujos de capital circulante, en filiales extranjeras cuya actividad no constituye una prolongación de las operaciones del grupo nacional, puede resultar, en principio, admisible la utilización de un tipo de cambio de cierre para la conversión del estado de flujos de

tesorería

Tal y como ocurriría en un estado de flujos de capital circulante convertido por el tipo de cambio de cierre, el efecto de la variación en el tipo de cambio en la tesorería, es decir, la diferencia entre los cobros y los pagos del ejercicio y las variaciones del saldo de tesorería en el Balance convertido, se referirá en este caso exclusivamente al importe que resulta de multiplicar el saldo inicial de tesorería por la variación entre el tipo de cambio al inicio y al cierre del ejercicio.

$$TS_n \cdot T_n - TS_o \cdot T_o - \left(\sum_{i=1}^n \Delta TS_i - \sum_{i=1}^n \delta TS_i \right) \cdot T_n = TS_o \cdot (T_n - T_o)$$

En defensa de la utilización del tipo de cambio de cierre para la conversión de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de filiales extranjeras con una actividad autónoma con respecto al grupo nacional, Laínez (1988 p. 270) señalaba al respecto que "los flujos de caja se hacen efectivos en términos de la moneda de la empresa matriz sólo en aquéllos casos en que las filiales remiten dividendos. Las filiales no declaran éstos cada semana o cada mes; a lo sumo dos veces al año o, incluso, una vez transcurrido éste, cuando el tipo de cambio será aproximadamente el tipo de cierre". Dicho razonamiento puede hacerse extensible a los estados de flujos. Es más, de convertirse la Cuenta de Pérdidas y Ganancias por el tipo de cambio de cierre, dada la relación existente entre resultados y flujos operativos, parece necesario adoptar el mismo criterio para el estado de flujos de

tesorería. En esto se basa el FRS 1 (ASB 1991 par. 26), al establecer que los flujos de caja operativos de una filial extranjera incluidos en un estado de flujos consolidado deben ser convertidos por el mismo criterio empleado para la traducción de los resultados de dicha naturaleza. No es ésta sin embargo, la opinión del FASB (1987 par. 25), que sólo contempla la utilización del tipo de cambio en uso en el momento en que se produce el flujo de tesorería, o de un tipo medio ponderado. Lo anterior es coherente con el tratamiento seguido por esta institución para la conversión de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, para la que contempla igualmente como única solución el empleo de tipos de cambio actuales (FASB 1981c, par. 12).

3°) Conciliación entre Resultados y Flujos Operativos:

A) Recursos Procedentes de las Operaciones:

El cálculo de los flujos de capital circulante por operaciones corrientes merece una consideración aparte, influyendo en este caso el método de traducción empleado en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el tratamiento de la diferencia de conversión del ejercicio, es decir, su imputación o no a resultados.

Si la conversión de las partidas de resultados tiene lugar según el tipo de cambio vigente a la fecha del devengo de los ingresos y gastos, no habrá diferencias con la conversión a

realizar en los ingresos y gastos que tengan la consideración de recursos procedentes de las operaciones. De sustituirse el mismo por un tipo de cambio medio ponderado, deberíamos emplear dicho tipo para realizar también la conversión de los recursos procedentes de las operaciones.

En filiales cuyas operaciones constituyen una prolongación de las actividades de las sociedades nacionales del grupo, la conversión de ciertos activos y pasivos a tipos históricos deviene en la necesidad de convertir los ingresos y gastos relacionados con los mismos a ese mismo tipo de cambio histórico. En el caso de las amortizaciones, por ejemplo, la conversión de dotaciones al tipo de la fecha de su registro implicaría que la suma de las dotaciones convertidas en Pérdidas y Ganancias no coincida con la amortización acumulada en Balance, si se refleja al tipo de cambio histórico. Se plantea en ese caso la solución de convertir tales ingresos y gastos al mismo tipo de cambio empleado para la conversión de las partidas de Balance de los que se derivan. Lo mismo se deduciría de la conversión de resultados por enajenación de inmovilizado.

Precisamente los ejemplos nombrados no tienen la consideración de recursos procedentes de las operaciones, así que se podría pensar que se puede realizar una conversión directa de los recursos procedentes de las operaciones, expresados en la moneda extranjera original. Esto no es exactamente así, dado que pueden existir otros ingresos y gastos relacionados con partidas de capital circulante convertidas a tipos históricos.

Dado que en todo caso los recursos propios de la filial extranjera se traducen al tipo de cambio histórico -entre otras cosas, necesitamos hacerlo así para proceder a la eliminación inversión-recursos propios, pues el inmovilizado financiero de la sociedad que posee la participación se contabiliza a precio de adquisición- surgirá normalmente una diferencia entre los recursos propios a tipo histórico y la diferencia entre los activos y pasivos de la filial extranjera que hayan sido traducidos a un tipo de cambio posterior. Esta diferencia, denominada de conversión, debe ser repartida entre sociedad dominante y socios externos en los mismos términos que el resto del patrimonio neto de la filial.

En el caso de filiales autónomas la diferencia de conversión debería ser producto, según se ha visto, de la conversión de todos los activos y pasivos al tipo de cambio de cierre. Dado que la presunción de autonomía implica la escasa significación y la poco frecuente transferencia de fondos entre la filial extranjera y el grupo nacional, la realización efectiva de ganancias o pérdidas de conversión sólo tiene lugar con ocasión de repartos de dividendos o al enajenar totalmente la participación. Según esto, resulta adecuado, mientras tanto, no imputar a resultados la diferencia de conversión, pasando a tener la consideración de reservas.

Cuando las actividades de la filial consituyen una prolongación de las actividades de la dominante, las transferencias de fondos intragrupo son habituales, aumentando la

probabilidad de realización a corto plazo de las diferencias positivas o negativas de conversión debidas a las variaciones en el tipo de cambio. Se justifica, por tanto, que en este caso, tales diferencias se imputen al resultado del período en que se gestan. Tales resultados de conversión, sin embargo, no forman parte de los flujos operativos en la parte que no refleje variaciones de capital circulante, por lo que la conciliación de éstos con el resultado debe hacerse una vez eliminada la diferencia entre los resultados de conversión y el efecto de la variación en el tipo de cambio de conversión sobre el capital circulante consolidado.

B) Flujos de Caja operativos:

A efectos de determinar los flujos de caja operativos, si se sigue el método indirecto, los resultados de conversión a eliminar son la totalidad menos la variación de la tesorería y, en su caso, cuasi-tesorería, debida exclusivamente a variaciones en el tipo de cambio de la conversión de saldos en divisas.

Debemos hacer notar, además, que cobro y devengo pueden no coincidir, como tampoco lo harán necesariamente los tipos de cambio referidos a instantes de tiempo diferentes. En la conciliación entre resultados convertidos a tipos de la fecha de devengo y flujos de caja operativos, también convertidos, teóricamente según el tipo de cambio de la fecha de registro de cada cobro y pago, deberíamos tener en cuenta esta diferencia.

Dicha conciliación sería:

	Pérdidas y Ganancias del ejercicio, convertidas a la moneda nacional.
+	Gastos que no son recursos procedentes de las operaciones, convertidos a la moneda nacional.
-	Ingresos que no son recursos procedentes de las operaciones, convertidos a la moneda nacional.
=	Recursos procedentes de las operaciones, en moneda nacional.
-	Aumentos de capital circulante, excepto tesorería, en moneda nacional.
+	Diferencia de conversión acreedora atribuible al capital circulante, exceptuada la tesorería.
+	Diferencia de conversión acreedora por variación en el tipo de cambio entre devengo y flujo de tesorería
=	Flujos de caja operativos.

Los ajustes por los gastos e ingresos que no reflejan variaciones de capital circulante incluirán, en su caso, la eliminación de los resultados de conversión.

La diferencia de conversión acreedora atribuible al capital circulante, sin incluir la tesorería, variará lógicamente según cómo se haya realizado la conversión en Balance de tales partidas. Las diferencias de conversión por tenencia de tesorería, en cambio, forman parte de la conciliación entre flujos y variación de saldos de tesorería.

Aclaremos lo anterior con un sencillo ejemplo:

Sea la sociedad dependiente "Y", constituida el 1/1/X0 cuyos Balances en moneda local al cierre de los ejercicios X0 y X1 fueron:

Balance de la sociedad "Y" en Me:

<u>Activo:</u>	<u>31/12/X1</u>	<u>31/12/X0</u>
Clientes por prestación de servicios:	8	
Tesorería:	102	100
 <u>Pasivo:</u>		
Capital:	100	100
Pérdidas y Ganancias:	10	

La única operación del ejercicio X1 se refiere a la prestación de un servicio, ingreso devengado el 1/7/X1. Dos meses más tarde se cobran 2 Me, debiéndose todavía el resto a la fecha de cierre del ejercicio.

La evolución en el tipo de cambio entre la divisa de la sociedad dominante (Mn) y la de la sociedad dependiente extranjera (Me) fue:

<u>Fecha:</u>	<u>Tipo de cambio (Mn/Me):</u>
1/1/X0:	10
31/12/X0:	12
1/7/X1:	13
1/9/X1:	15
31/12/X2:	16

Dado que la empresa no posee activos o pasivos no monetarios, considerando convertido el resultado al tipo de cambio de la fecha de devengo, el Balance convertido sería, en cualquier caso, el siguiente:

Balance de la sociedad "Y" en Mn:

<u>Activo:</u>	<u>31/12/X1</u>	<u>31/12/X0</u>
Clientes por prestación de servicios:	128 (8x16)	
Tesorería:	1.632 (102x16)	1.200 (100x12)
<u>Pasivo:</u>		
Capital:	1.000 (100x10)	1.000 (100x10)
Pérdidas y Ganancias:	130 (10x13)	
Diferencia de conversión:	630	200

El estado de flujos de Tesorería reflejaría un único cobro operativo de $2 \text{ Me} \times 15 \text{ Mn/Me} = 30 \text{ Mn}$.

La conciliación entre flujos de tesorería y variación de saldos de tesorería es:

	Saldo inicial de tesorería:	1.200 Mn
+	Flujos de Tesorería del ejercicio:	30 Mn
+	Diferencias de conversión por tenencia de tesorería:	402 Mn
	100 Me x (16-12) Mn/Me =	400 Mn
	2 Me x (16-15) Mn/Me =	2 Mn
=	Saldo final de tesorería:	1.632 Mn

El cálculo de los flujos de caja operativos a partir del resultado del ejercicio se haría del siguiente modo:

Pérdidas y Ganancias del ejercicio X1: (antes de diferencias de conversión)	130
- Aumento de Clientes:	(128)
+ Diferencias de conversión sobre clientes: 8 Me x (16-13) Mn/Me	24
+ Diferencias de conversión por variación del tipo de cambio entre devengo y cobro: 2 Me x (15-13) Mn/Me	4
= Flujos de caja operativos:	<u>30</u>

Se comprueba que la variación de la diferencia de conversión, por importe de 430 Mn, resulta de sumar las diferencias de conversión reflejadas en las diferentes conciliaciones, y en las que puede apreciarse mejor las causas que han provocado dicha variación.

En el ejemplo los recursos procedentes de las operaciones convertidos equivalen al saldo de pérdidas y ganancias, antes de una posible imputación de diferencias de conversión, dado que las variaciones del tipo de cambio afectan a la valoración del capital circulante, concretamente a las partidas de clientes y de tesorería.

III. Información sobre el efecto de la variación en el tipo de cambio

El reflejo de las variaciones de fondos debidas a las modificaciones experimentadas en el tipo de cambio admite varias alternativas de presentación:

- 1º) Informar del efecto de la variación en el tipo de cambio en cada uno de los epígrafes de los flujos de fondos recogidos en el estado.
- 2º) Informar sobre el efecto global de la variación en el tipo de cambio sobre el capital circulante o la tesorería, como un flujo más a recoger en el propio estado.
- 3º) Informar sobre el efecto de la variación en el capital circulante y la tesorería, de manera global o desglosada, en un anexo al estado de flujos que concilie la variación de fondos con la diferencia obtenida a partir de los saldos de Balance.

La primera alternativa puede inducir a error en la interpretación del estado, al mezclar flujos por operaciones reales con variaciones que obedecen exclusivamente a una corrección monetaria. Además, cuando son muchas las filiales extranjeras a consolidar, se mezclarán los efectos de la variación en el tipo de cambio de divisas diferentes, debiendo ser determinados individualmente para cada una (Rayburn y Crooch,

La segunda forma de presentación evita el problema anterior, pero en ella no queda nunca constancia del efecto de la variación en el tipo de cambio sobre cada partida concreta.

La elaboración de un anexo de conciliación, fuera del propio estado de flujos, permite una mayor flexibilidad en cuanto al desglose de información relevante sobre la incidencia de la variación en el tipo de cambio sobre todos y cada uno de los flujos. En palabras de Guy Loveday (1992 p. 82), en referencia a un estado de flujos de tesorería, "las diferencias de conversión, o parte de ellas, han sido frecuentemente tratadas como si fueran orígenes o aplicaciones de fondos. Este tratamiento fue adoptado porque era relativamente sencillo y preservaba la idea de derivar el mayor número posible de partidas a partir de los balances de apertura y cierre. Tal tratamiento simplista no es aceptable en un estado de flujos por la necesidad de incluir solamente auténticos flujos de caja."

CAPITULO III: ANALISIS DE LOS ESTADOS DE FLUJOS DE FONDOS

1. Bases Conceptuales del Análisis Económico-Financiero

El paso previo a la identificación de las posibilidades que ofrecen los estados de flujos de fondos para el análisis económico-financiero de carácter externo consiste en relacionar el contenido informativo de los mismos con las variables básicas para la evaluación de la situación y evolución de la empresa. Es ésta la razón por la que resulta necesario revisar las bases sobre las que se asienta la metodología a seguir en este sentido.

Se asume como objetivo a perseguir por la empresa la maximización de su valor. El éxito en dicho proceso depende de la capacidad para incrementar en lo posible la riqueza de sus propietarios, una vez remunerados a su tasa correspondiente los proveedores de fondos ajenos. Ese aumento de riqueza en los propietarios viene asegurado por la condición de que sus rendimientos sean superiores a los que obtendrían invirtiendo sus recursos en activos sin riesgo más una determinada prima, en recompensa a la asunción de un determinado grado de riesgo. Con otras palabras, el inversor debe obtener una contraprestación que supere al coste de capital de la inversión. La cuantificación de la prima de riesgo tiene que ver tanto con circunstancias específicas de la empresa en particular y el negocio a que se dedica, como con la evolución de la economía en general.

La determinación contable del excedente patrimonial generado a lo largo de un ejercicio que será objeto de reparto entre propietarios y acreedores da lugar al concepto de beneficio antes de intereses. En términos relativos, teniendo en cuenta los fondos aportados, lo anterior implica el reparto de la rentabilidad de la inversión total neta de la empresa (rentabilidad económica de los capitales empleados), entre rentabilidad de los fondos propios (rentabilidad financiera) e interés medio de la deuda.

La obtención por parte de los accionistas de una remuneración por encima de la prima de riesgo establecida de antemano al decidirse a adquirir su participación depende, en consecuencia, tanto de la gestión económica de la empresa (análisis económico) como de la consecución de una estructura financiera óptima (análisis del apalancamiento financiero), que determina la relación entre la rentabilidad de los fondos propios y el rendimiento global del negocio empresarial, y es función de la tasa de endeudamiento así como del coste unitario de la misma o interés medio.

Por estructura financiera óptima se entiende aquella proporción entre pasivo exigible y recursos propios que minimiza el coste de capital, y será función de la remuneración de acreedores y accionistas, cifrada en una tasa que tiene que ver con el riesgo aceptado por los mismos. Lo anterior se entiende asumiendo el concepto de coste de capital como el coste medio ponderado de los capitales propios y ajenos. Definiendo el coste

de capital como la tasa de rentabilidad mínima exigida por el accionista, el óptimo se alcanzaría en el punto donde se igualasen las tasas de crecimiento de la rentabilidad de los accionistas y la rentabilidad exigida por los prestamistas.

Cierto es que Modigliani y Miller (1958), bajo la hipótesis de eficiencia de mercado, demostraron que la estructura de capital es independiente del valor de la empresa, y que, por tanto, éste último, sólo dependería del comportamiento económico de la misma. No es menos cierto, tampoco, que con posterioridad han sido numerosos los autores, incluidos los anteriores, que han explicado la influencia de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa en ausencia de mercado perfecto, determinando una estructura de capital óptima. Las razones para ello tienen que ver, además, con el trato fiscal a intereses, inversiones y dividendos, los conflictos de interés y las diferencias de información entre propietarios y gestores.¹

Resumidamente, la creación de valor por parte de la empresa en el proceso inversión-financiación dependerá de:

- a) La rentabilidad pura de la inversión.
- b) La tasa de reinversión de los flujos que libere el proyecto.

¹Sobre el particular se pueden consultar: Barnea; Haugen y Sembetm, 1981; Deangelo y Masulis, 1980; Jalivand y Harris, 1984; Jensen y Meckling, 1976; Kraus y Litzenberger, 1973; Leland y Pyle, 1977; Miller, 1977; Modigliani, 1982; Myers, 1977; Ross, 1977.

- c) La política financiera de la empresa, con sus dos grandes áreas de decisión: la política de dividendos y la de endeudamiento.

En la determinación de la estructura financiera que procura una maximización de la rentabilidad de los recursos propios, la otra cara de la moneda la constituye el objetivo de preservar el equilibrio financiero de la empresa, en el sentido de asegurar la solvencia necesaria para atender los compromisos de pago a su vencimiento. Dicho objetivo es a la vez una restricción para la determinación de la tasa de endeudamiento, dado que será muy difícil encontrar financiación ajena adicional si la empresa no genera tesorería suficiente con la que hacer frente al pago de intereses, los cuales además incrementarían su coste unitario conforme se eleve el riesgo de insolvencia.

El análisis económico de la empresa, basado en la información económico-financiera emitida por la misma, tiene por objeto de estudio la composición y evolución del beneficio, y su relación con los recursos empleados, a través del concepto de rentabilidad. Los factores que influyen en la misma tienen que ver con el estudio de los diferentes márgenes, que se explica, tanto por la evolución de los precios de factores y productos (variable exógena, hasta cierto punto), la distribución de las ventas entre los diferentes tipos de productos, supuestos márgenes individuales diferentes, así como por el control de costes y la evolución de la productividad de la empresa. Lo

anterior también afecta al examen de la rotación de inversiones no monetarias (inmovilizado y existencias). Asimismo, decisiones sobre plazos de pago a proveedores y cobro de clientes influyen en la rentabilidad económica a través de la evolución del capital circulante en función del nivel de actividad.

La bondad de la gestión económica de la empresa precisaría de un análisis que trasciende a la información suministrada por los estados contables, sobre todo en lo que se refiere a la información financiera externa de carácter obligatorio. Por culpa de esta limitación, el análisis económico se limita al estudio de los componentes de la cuenta de Pérdidas y Ganancias (Vera, S. 1992, p. 11).

La valoración empresarial debe tener en cuenta el sector específico en el que se desarrolla la actividad de la empresa, su posición en el mercado, relaciones con clientes, proveedores y competidores, no sólo en términos financieros, sino también técnicos, para determinar la mayor o menor validez de las decisiones de la dirección, tanto en su vertiente estratégica como en la gestión del día a día.

En este aspecto, el papel del análisis de balances ex-post se ciñe al control sobre la evolución y composición del beneficio, medida interperíodos de las variaciones patrimoniales experimentadas por la empresa obtenida por diferencia entre ingresos y gastos, y su relación con los medios utilizados (rentabilidad de las inversiones).

El examen de las rotaciones de stocks, cuentas a cobrar y a pagar, o lo que es lo mismo, el estudio del capital circulante necesario, función del período medio de maduración, engarza la circulación económica (flujos físicos) y financiera (flujos monetarios) de la empresa. El análisis individualizado de los saldos de existencias, clientes y proveedores pertenece a esta área de estudio, en tanto en que el capital circulante, tomado globalmente, es una variable a atender en el estudio del equilibrio financiero de la empresa.

En suma, la evaluación a posteriori del resultado alcanzado por la empresa se explica por el análisis individual y en conjunto de las siguientes cuestiones:

- . Precios de outputs
- . Cantidades de outputs
- . Mezcla de productos
- . Cuota de mercado
- . Precio de inputs
- . Consumo en unidades físicas de inputs
- . Mezcla de inputs
- . Variación de la inversión en activo fijo
- . Variación de la inversión en capital circulante de explotación (sin incluir las deudas a corto plazo de carácter financiero).

En base al conocimiento de tales datos se responde a una serie de cuestiones que se resumen en tres dobles preguntas: ¿Cuánto vendemos y por qué?, ¿Cuánto gastamos y por qué?, ¿Cuánto ganamos y por qué?

Tal y como se estudia en Mercadotecnia, la maximización de la rentabilidad económica no se limita al control para la minimización del coste de los inputs dado un precio de venta fijado por el mercado (en libre competencia). El conocimiento del mercado y el reconocimiento de las capacidades y limitaciones de la empresa frente a competidores, clientes y proveedores es lo que permite adoptar una estrategia adecuada para dicho objetivo, pero específica de cada empresa y negocio.

El resumen de lo dicho lo podríamos representar mediante el siguiente cuadro:

Objetivo final de la gestión: Aumentar el valor de la empresa

Condición:	$R_f > i_d + Y$
------------	-----------------

R_f : Rentabilidad Financiera

i_d : Rentabilidad de los activos sin riesgo

Y : Prima de riesgo del negocio

$i_d + Y$: Coste de capital

Planteamiento:

Maximizar la Rentabilidad Financiera:

- . Maximizar la rentabilidad económica
(análisis económico)

factores:

- margen
- rotación

- . Optimizar la estructura financiera
(análisis financiero)

factores:

- tipos de interés
- tasa de endeudamiento

Minimizar el riesgo de insolvencia:

- . Mantenimiento del equilibrio financiero
(análisis financiero)

factores:

- equilibrio de flujos

Hemos tratado de formular mediante indicadores basados en datos contables los parámetros que rigen la administración financiera de una empresa. Existen, sin embargo, bastantes limitaciones que afectan a la naturaleza contable de tales mediciones. En primer lugar, sólo desde un punto de vista interno podemos evaluar el comportamiento económico de la empresa desagregando su comportamiento en margen y rotación.

De igual forma, la aplicación del criterio del devengo permite acercarnos a una más fiel representación del comportamiento económico de la empresa en un período de tiempo

acotado por el inicio y el cierre del ejercicio, pero no se traduce necesariamente en una disponibilidad de fondos en la fecha en que se contabiliza el beneficio.

La asunción del principio del devengo y del principio de empresa en funcionamiento permite dar respuesta a la falta de coincidencia entre flujos financieros y reales, de forma que la contabilidad ha desarrollado criterios de medición para el reconocimiento de ingresos y gastos con independencia del momento en que se produce el cobro o desembolso.

En todo caso el estudio de la rentabilidad económica será un análisis ex-post. Por contra, la asunción de un compromiso de reembolso de fuentes de financiación ajena, más el correspondiente interés añadido, refleja un flujo que con toda certeza, sujeto a posibles variaciones en el tipo de interés, se va a producir en el futuro. Tales reembolsos se atenderán con los recursos líquidos en que se traduzcan los rendimientos de las inversiones financiadas con tales fondos, rendimientos que, en consecuencia, se registrarán en el futuro.

El análisis económico, por tanto, se refiere al estudio de una media de los rendimientos de decisiones de inversión-financiación tomadas en el pasado. La consecución de los objetivos de la empresa implica analizar las oportunidades futuras de negocio de forma individualizada, asumiendo sólo aquéllas que aumentan el valor de la empresa.

En este contexto, los estados de flujos o estados de variación de fondos tienen asignado también un papel de control, en este caso, centrado fundamentalmente en el análisis de la solvencia, en el marco del análisis del equilibrio financiero, que implica el estudio de la relación existente entre los diversos flujos de fondos clasificados por operaciones.

La rentabilidad económica es un dato para la administración financiera, ceñida ésta a la determinación de la estructura de capital más adecuada y a la debida coordinación entre cobros y pagos, para reducir al máximo la inmovilización de recursos financieros. Dicha coordinación no puede establecerse desconociendo la debida correlación temporal entre las disponibilidades de recursos líquidos y los plazos de vencimiento de los diferentes débitos, conocimiento que se hace trascendente en el corto plazo para garantizar la liquidez, mediante la debida presupuestación de tales cobros y pagos, pero que debe extenderse a la planificación de las necesidades de tesorería que impone la captación de deuda a largo plazo. El ratio de solvencia a largo plazo, a una fecha fija nada indica sobre la posibilidad de reembolsar el pasivo exigible a su vencimiento.

2. Utilidad de los Estados de Flujos de Fondos

El "Discussion Memorandum" del FASB (1980b) sobre cuestiones relativas a la información de fondos, liquidez y flexibilidad,

resume la utilidad de los estados de variación de fondos en los siguientes puntos:

- a) Suministran información acerca de los recursos generados actuales.
- b) Relacionan los ingresos con dichos recursos.
- c) Facilitan información sobre la calidad de los resultados.
- d) Aportan información comparativa en los estados financieros.
- e) Ayudan a medir la flexibilidad y la liquidez.
- f) Colaboran en la predicción de los flujos futuros.

El origen de los recursos y el volumen de los flujos así registrados permite evaluar la capacidad de la empresa para asumir nuevas inversiones o proceder a mantener o reducir su endeudamiento. Los excedentes de liquidez se traducen normalmente en una mayor flexibilidad financiera y tales excedentes quedan de manifiesto por el empleo que se da a los recursos captados.

El concepto de flexibilidad financiera, introducido por Donaldson (1969) se refiere a la capacidad de una empresa para generar tesorería suficiente mediante la cual responder a acontecimientos posteriores que marquen nuevas necesidades u oportunidades de expansión, y que se traduce en que la empresa

tenga capacidad para endeudarse, ampliar capital, vender activos, etc... financiando nuevas inversiones mediante las cuales hacer frente a cambios en su entorno competitivo.

De cara a un estudio prospectivo, la presupuestación de los flujos futuros se basa, en primer lugar, en las pautas de comportamiento pasadas, de forma que un estado de flujos mantendrá su estructura siempre que las variables económicas y financieras básicas de la empresa sean estables.

La diferencia entre beneficios y flujos operativos, analizada en períodos sucesivos, permite evaluar la bondad del beneficio, o lo que es igual, la mayor o menor certeza de su futura conversión en liquidez.

No existe una única definición de lo que se entiende por bondad o calidad de beneficios, pero Ball y Brown (1968), bajo la hipótesis de un mercado de valores eficiente,² consideran buena una cifra de beneficios cuando es capaz de influir sobre la cotización de las acciones.

Es decir, la utilidad de la información sobre beneficios tiene que ver con la remuneración a obtener por los accionistas, vía precios o vía dividendos. En cualquier caso, dicha remuneración se traduce en el cobro de flujos de caja futuros.

² Se refieren a su versión semifuerte, es decir, los precios reflejan la información contenida en precios pasados, y la información publicada.

Son abundantes las referencias normativas que reconocen que en el proceso de toma de decisiones de los usuarios de la información contable cobra especial importancia la capacidad para predecir los flujos de caja futuros (AAA, 1969; AICPA, 1973a).

El IAS N° 7 revisado (IASC, 1992 par. 5) señala al respecto que la información histórica sobre flujos líquidos se usa como indicador de la cuantía, momento de la aparición y certidumbre de flujos de tesorería futuros.

Resulta de utilidad para ello contar con datos de la tendencia de flujos operativos, así como las decisiones de inversión y financiación tomadas en dicho período. La solicitud de un préstamo a largo plazo, por ejemplo, incrementará a buen seguro los pagos futuros de intereses. Las inversiones realizadas en el ejercicio, de tener éxito, incrementarán los cobros operativos futuros, etc. Toda esa información la suministra un estado de flujos.

La inicial tarea de predicción de flujos de caja futuros precede a la fase de comprobación de posibles desviaciones frente a los flujos finalmente registrados, y que en este caso se cifra en unas necesidades suplementarias de financiación o, en el caso de que los flujos reales superen a los previstos, en las decisiones que se tomen como búsqueda de una colocación rentable para dicho excedente de liquidez.

La comparación de flujos reales y presupuestados o las correspondientes a períodos anteriores, teniendo en cuenta la evolución en la actividad, inflación, período de maduración, etc., permite detectar datos futuros para asegurar el mantenimiento del equilibrio financiero (National Accounting Association 1972, p. 88).

Este objetivo tiene también que ver con las técnicas de valoración de empresas en funcionamiento: los flujos futuros de tesorería constituyen la variable fundamental. También el análisis de inversiones en valores se fija cada vez más en indicadores basados en flujos de tesorería, en detrimento del análisis de beneficios.

El método de valoración de empresas en funcionamiento mediante el descuento de los flujos netos de tesorería no comprometidos en el mantenimiento de la actividad resulta especialmente adecuado, entre otros, en los siguientes casos: (Trigo de Aizpuru, 1990 p. 16).

- a) Cuando la empresa tiene un horizonte temporal concreto.
- b) Cuando la sociedad sea creada para una explotación bien definida, recogida bajo contrato que delimite, o en su caso garantice, unos flujos determinados, no necesariamente relacionados con el beneficio de esa explotación en sentido estricto.

- c) Cuando el ritmo futuro de amortizaciones de la empresa sea particularmente desequilibrado en lo que se refiere a las inversiones necesarias, tanto para reposición normal como para incremento de capacidad u operaciones.
- d) Cuando existan fondos de reversión, cuya problemática suele permitir, en ocasiones, un tratamiento más adecuado desde el punto de vista de flujos financieros que contables.

En relación con esto, se argumenta que el valor máximo de un negocio debe ser calculado actualizando todas las cantidades de dinero que genere en el futuro. Matizando más, dichos flujos de tesorería lo serían netos de las inversiones necesarias para el mantenimiento de la actividad, materializadas tanto en el inmovilizado como en el activo circulante. Hablamos, por tanto, del cash-flow libre: el flujo neto de tesorería que se espera obtener en el futuro luego de deducir las futuras necesidades de capital demandadas por el negocio. Tales necesidades se refieren a las inversiones para el mantenimiento de la capacidad productiva generadora de beneficios y a los pagos regulares de dividendos. Se pueden considerar también las inversiones necesarias para llevar a cabo planes de expansión de la actividad. El valor de la empresa sería entonces:

$$V_o = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{i=1}^n \frac{FT_i - FIM_i - FIC_i}{(1 + k)^i}$$

donde:

FT_i: Flujos de caja netos del período "i"

- FIMi: Flujos de caja por inversiones de mantenimiento en el período "i".
- FICi: Flujos de caja por inversiones de crecimiento en el período "i".
- K: Tasa periodal d coste medio de los recursos financieros de la empresa (se supone constante).

Se trata así de evitar la utilización de una magnitud como el beneficio, relativizada, entre otras razones, por las diferentes políticas contables seguidas a lo largo de la vida de la empresa en cuanto a la valoración de inventarios y dotaciones a amortizaciones y provisiones fundamentalmente, sustituyéndolo por la liquidez, "donde el concepto de relatividad no tiene cabida" (Rivero Menéndez, 1990 p. 8).

3. Análisis Económico y Estados de Flujos

Una vez citado lo que se pretende sea la utilidad genérica de los estados de flujos, nos preguntamos, a continuación, cuál puede ser su contribución al análisis económico-financiero en el marco de la metodología desarrollada en el primer apartado de este capítulo. De la misma se resumía un doble objetivo, cifrado en términos de lo que García Martín denomina equilibrio económico y equilibrio financiero. El primero tiene que ver con la remuneración adecuada de los accionistas, y el segundo equivale al análisis de la solvencia, en su sentido de "capacidad que tiene la empresa para generar recursos suficientes y así poder cumplir con puntualidad sus compromisos de pagos" (García Martín,

En cuanto a la relevancia de la información sobre flujos de fondos a efectos del análisis económico, al evaluar la rentabilidad pura de la inversión total nos interesa estudiar la relación existente entre los flujos operativos y los beneficios, en ambos casos antes de intereses. Por lo que respecta al segundo factor que condiciona la rentabilidad del accionista, esto es, la consecución de una estructura financiera óptima, encontraríamos datos relevantes a priori en los flujos de financiación y los que representan una remuneración al uso de la misma, esto es, intereses y dividendos.

3.1 La Relación entre Beneficios, Recursos Generados y Flujos de Tesorería Operativos

3.1.1 Aproximación Empírica

Por lo que respecta a la relación entre resultados, flujos de tesorería operativos y recursos generados, asimilando dicho término a variaciones operativas de capital circulante, y flujos de tesorería operativos, se ha encontrado un comportamiento diferente en la evolución de los flujos de caja, en relación con los beneficios y los recursos generados.

Así, Gombola y Ketz (1983a), como resultado de un análisis factorial de agrupación de 48 ratios de una muestra de 221

empresas en un total de siete factores, llegaron a la conclusión de que los basados en flujos de tesorería operativos se asociaban a un grupo diferente del que correspondía a los beneficios y a los recursos generados, lo que indica un comportamiento estadístico diferente. Un análisis posterior de estos mismos autores (Gombola y Ketz, 1983b) basado en la construcción de la matriz de correlaciones entre variables de resultados, flujos de capital circulante y flujos de tesorería, revela la elevada correlación de los dos primeros y la inexistencia de la misma con respecto a los flujos de tesorería operativos.

En esa misma dirección, Bowen, Burgstahler y Daley (1986) estudiaron una muestra de 324 empresas americanas tomadas de la base de datos americana Compustat entre los años 71 y 81. Los resultados de su estudio, analizando datos de dos períodos, tomando ya fueran primeras diferencias o variaciones porcentuales, indican una alta correlación entre recursos generados (flujos operativos de capital circulante)³ y resultados, mientras que, en relación con los flujos de caja operativos, los primeros parecen comportarse como una medida aproximada de éstos.

Casi simultáneamente, Thode, Drtina y Largay (1986) publicaron un estudio en base al análisis de datos de empresas

³ Pese a que los recursos generados, definidos como beneficios mas amortizaciones y dotaciones a provisiones, no son totalmente equivalentes a los flujos operativos de capital circulante, todos los estudios que han realizado dicha disquisición avalan la inexistencia de diferencias significativas entre ambos conceptos.

cotizadas en el índice Standards and Poor's, en el que trataban de determinar hasta qué punto los flujos de caja operativos podían predecirse a partir de los beneficios corrientes y de los recursos procedentes de las operaciones. La conclusión a que llegaron es la de hallarnos ante una cifra, el cash-flow operativo, no relacionada de manera sistemática con resultados y recursos generados.

En la misma línea, un estudio posterior de Wilson (1987), utilizando una muestra de 230 empresas, tomadas también de la base de datos Compustat, concluye que sólo los flujos de caja operativos aportan una información diferente a la de los resultados, no así los recursos generados.

A las tesis de Wilson se suman Kochanek y Norgaard (1988) en un estudio descriptivo sobre la evolución de resultados, flujos de capital circulante y flujos de tesorería operativos en los años anteriores a la quiebra del grupo The Charter Company.

El camino seguido por Board y Day (1989 p. 7) para llegar a las mismas conclusiones que los estudios anteriores consistió en testar el poder explicativo de un modelo de regresión lineal de corte transversal como el siguiente:

$$w_{it} = a_t + b_t \cdot z_{it} + x_{it}$$

donde w_{it} y z_{it} son los respectivos residuos de las regresiones siguientes:

$$CAR_{it} = a_t + b_t \cdot ROI_{it} + w_{it}$$

$$NETQ_{it} = a_t + b_t \cdot ROI_{it} + z_{it}$$

siendo, para cada empresa "i", en el ejercicio "t":

ROI_{it} : ratio contable de rentabilidad.

$NETQ_{it}$: ratio de la variación del capital circulante monetario dividida por el valor contable del activo.

CAR_{it} : Variaciones de cotización inesperadas acumuladas en los doce meses siguientes a la publicación de los beneficios y flujos de fondos, determinadas de acuerdo con los razonamientos de Ball y Brown (1968)⁴, es decir:

$$CAR_{it} = \prod_{K=t}^{t+11} [(1 + e_{ik})]^{(1/12)}$$

Teniendo en cuenta que los diferentes e_{ik} se corresponden con los residuos del modelo de mercado simplificado de Markowitz (1959) y Sharpe (1963):

⁴ Una explicación detallada sobre la medida de los retornos inesperados planteada por Ball y Brown la encontramos en Watts y Zimmerman (1986, pp. 41-42).

$$R_{it} = a_i + b_i.M_t + e_{it}$$

En los que se expresa la rentabilidad de un título (R_{it}) en función de la rentabilidad del mercado (M_t).

Se pretende, por tanto, en primer lugar, eliminar la influencia de los beneficios en las variaciones de precios inesperadas, por lo que los w_{it} representan otro tipo de información explicativa de tales variaciones.

Se aísla a continuación la variable z_{it} representativa de las variaciones de capital circulante monetario no explicadas por los beneficios.

Finalmente, la regresión entre los residuos anteriores permite testar hasta qué punto las variaciones de precios inesperadas no explicadas por el beneficio (w_{it}) son explicadas por las variaciones de capital circulante monetario no explicadas por los resultados (e_{it}). De ser cierto, la información sobre flujos de fondos poseería un contenido informativo adicional.

Percy y Stokes (1992) hicieron una réplica del trabajo de Bowen, Burgstahler y Daley, pero con datos de empresas australianas, concluyendo resultados idénticos. Desglosando por sectores, sólo encontraron algunas diferencias cuantitativas para los sectores de ingeniería pesada y de comercio al por menor.

Mitchel, Goh y Forman (1995) realizan una comparación similar no solamente en términos de variables individuales, sino que también comparan los resultados de diversos ratios que incluyen flujos de tesorería, de capital circulante o de ingresos y gastos. Las conclusiones arrojan una pobre correlación entre flujos de tesorería y beneficios, tanto a nivel estático como en términos de variaciones entre períodos consecutivos.

En nuestro país, Pina Martínez (1992) realizó un análisis factorial de ratios similar al de Gombola y Ketz en base a datos de 73 empresas extraídos de la Agenda Financiera del Banco de Bilbao para los años 1977 a 1985. Las conclusiones están en la misma línea, esto es, los ratios de flujos de caja se agrupan en un factor diferente al de los ratios de beneficios, recursos generados o variaciones del capital circulante. La única novedad con respecto al trabajo de referencia es un mayor porcentaje explicativo de la varianza total de la muestra, aunque el del factor rentabilidad sigue siendo significativamente mayor.

Larrán Jorge (1995b), sobre datos de los ejercicios 90 a 92 de pequeñas y medianas empresas registradas en la provincia de Cádiz, mediante un análisis de varianza de las variables de un modelo de regresión cuya variable dependiente son los flujos de caja futuros, no encuentra una elevada correlación entre variaciones operativas de capital circulante y flujos de caja operativos en las empresas de mayor tamaño, aunque sí se da una asociación entre estas dos variables en empresas textiles y de agricultura y pesca.

En el resultado de los estudios anteriores justifica que el FASB (1987, par. 33) desestime el empleo del ratio de cash-flow por acción, afirma que "ni el flujo de tesorería ni ninguno de sus componentes son una alternativa al resultado como indicador de la rentabilidad de la empresa", aserto ya recogido por la APB Opinion N° 3 de la AICPA, que advertía sobre la confusión a que puede llevar el no tener en cuenta la futura renovación del inmovilizado si se toman los recursos generados en vez de los beneficios (Cuadrado Ebrero, 1983 p. 236).

3.1.2 Desarrollo Analítico sobre la Relación entre Beneficios, Flujos de Capital Circulante y Flujos de Tesorería Operativos

Las conclusiones de los estudios empíricos anteriormente citados pueden quedar explicadas si desarrollamos analíticamente los factores de los que depende una determinada cifra de flujos de tesorería y su relación con los beneficios y los recursos generados, entendidos como variaciones operativas de capital circulante.

Partiendo de los balances de una empresa que no ha realizado actividades de inversión y financiación, formulados en dos períodos consecutivos t y $t+1$:

Período t :

$$AF(t) - AA(t) + EX(t) + CL(t) + TS(t) = \\ CAP(t) + RES(t) + PyG(t) + PF(t) + PR(t)$$

Período $t+1$:

$$AF(t+1) - AA(t+1) + EX(t+1) + CL(t+1) + TS(t+1) = \\ CAP(t+1) + RES(t+1) + PyG(t+1) + PF(t+1) + PR(t+1)$$

donde:

$AF(j)$: Inmovilizado al cierre del ejercicio j
 $AA(j)$: Amortización acumulada de inmovilizado al cierre del ejercicio j
 $EX(j)$: Existencias al cierre del ejercicio j
 $CL(j)$: Clientes al cierre del ejercicio j
 $TS(j)$: Tesorería al cierre del ejercicio j
 $CAP(j)$: Capital social al cierre del ejercicio j
 $RES(j)$: Reservas al cierre del ejercicio j
 $PyG(j)$: Resultado del ejercicio j
 $PF(j)$: Pasivo financiero al cierre de j
 $PR(j)$: Proveedores al cierre del ejercicio j

Restando del Balance final el inicial:

$$[AF(t+1) - AF(t)] - [AA(t+1) - AA(t)] + [EX(t+1) - EX(t)] + [CL(t+1) - CL(t)] + [TS(t+1) - TS(t)] = \\ [CAP(t+1) - CAP(t)] + [RES(t+1) - RES(t)] + [PyG(t+1) - PyG(t)] + [PF(t+1) - PF(t)] + [PR(t+1) - PR(t)]$$

Dado que no se han realizado operaciones de inversión y financiación:

$$AF(t+1) = AF(t); \quad [AF(t+1) - AF(t)] = 0$$

$$CAP(t+1) = CAP(t); \quad [CAP(t+1) - CAP(t)] = 0$$

$$PF(t+1) = PF(t); \quad [PF(t+1) - PF(t)] = 0$$

Además, retenido todo el resultado del ejercicio "t":

$$[RES(t+1) - RES(t)] = PyG(t)$$

y,

$$[AA(t+1) - AA(t)] = a(t+1),$$

expresión de la dotación a la amortización de inmovilizado en el período $t+1$.

Teniendo en cuenta lo anterior, la diferencia entre balances se escribiría como:

$$-a(t+1) + [EX(t+1) - EX(t)] + [CL(t+1) - CL(t)] + [TS(t+1) - TS(t)] = \\ PyG(t+1) + [PR(t+1) - PR(t)]$$

y despejando la variación de tesorería:

$$[TS(t+1) - TS(t)] = PyG(t+1) + [PR(t+1) - PR(t)] + a(t+1) \\ - [EX(t+1) - EX(t)] - [CL(t+1) - CL(t)]$$

Reordenando los sumandos, el cash-flow del período "t+1", $CF(t+1)$, sería:

$$CF(t+1) = PyG(t+1) + a(t+1) - [EX(t+1) - EX(t)] - [CL(t+1) - CL(t)] + [PR(t+1) - PR(t)];$$

Dado que $PyG(t+1) + a(t+1) = RPO(t+1)$ (recursos generados del período t+1), se podría reescribir como:

$$CF(t+1) = RPO(t+1) - [EX(t+1) - EX(t)] - [CL(t+1) - CL(t)] + [PR(t+1) - PR(t)]; \quad (1)$$

Los recursos generados en el período "t+1" (flujos de capital circulante operativos) se pueden descomponer en:

$$RPO(t+1) = VTAS(t+1) - CPRAS(t+1) - EX(t) + EX(t+1) - OGE(t+1)$$

donde:

$VTAS(t+1)$:	Ventas en el período t+1
$CPRAS(t+1)$:	Compras en el período t+1
$EX(t)$:	Existencias finales del período t (Existencias iniciales del período t+1)
$EX(t+1)$:	Existencias finales del período t+1
$OGE(t+1)$:	Otros gastos de explotación del período t+1 (liquidados al contado).

Como:

$$CPRAS(t+1) + EX(t) - EX(t+1) : CONS(t+1)$$

Siendo $CONS(t+1)$ el coste de ventas del período $t+1$, los $RPO(t+1)$ serían iguales a:

$$RPO(t+1) = VTAS(t+1) - CONS(t+1) - OGE(t+1)$$

Y supuesto un margen bruto sobre ventas " m ", podemos expresar el coste de ventas en función de las ventas del período:

$$CONS(t+1) = [1-m] \cdot VTAS(t+1),$$

Sutituyendo en la expresión de los $RPO(t+1)$,

$$RPO(t+1) = VTAS(t+1) - [1-m] \cdot VTAS(t+1) - OGE(t+1)$$

$$RPO(t+1) = m \cdot VTAS(t+1) - OGE(t+1) \quad (2)$$

De igual forma, podemos expresar $[EX(t+1) - EX(t)]$, $[CL(t+1) - CL(t)]$ y $[PR(t+1) - PR(t)]$ en función de las ventas del período.

Las existencias de mercaderías al final del período " $t+1$ " resultan de añadir a las existencias al final del período precedente " t ", las compras de " $t+1$ ", y de restar de lo anterior los consumos de " $t+1$ ".

$$EX(t+1) = EX(t) + CPRAS(t+1) - CONS(t+1);$$

$$y, \quad EX(t+1) - EX(t) = CPRAS(t+1) - CONS(t+1)$$

Siendo "pv" el período medio de venta de las mercaderías, las compras del período "t+1" deben corresponder a la demanda prevista para el período "t+1+pv", es decir:

$$CPRAS(t+1) = CONS(t+1+pv)$$

Como:

$$CONS(t+1+pv) = [1-m] \cdot VTAS(t+1+pv)$$

$$CONS(t+1) = [1-m] \cdot VTAS(t+1)$$

Sustituyendo:

$$EX(t+1) - EX(t) = [1-m] \cdot VTAS(t+1+pv) - [1-m] \cdot VTAS(t+1)$$

Definiendo "g" como la tasa de variación de las ventas entre períodos, se tendrá:

$$VTAS(t+j) = VTAS(t) \cdot [1+g]^j$$

luego,

$$VTAS(t+1+pv) = VTAS(t) \cdot [1+g]^{1+pv}$$

$$VTAS(t+1) = VTAS(t) \cdot [1+g]$$

y expresando la variación de existencias en función de las ventas del período "t":

$$[EX(t+1) - EX(t)] = [1-m] \cdot VTAS(t) \cdot [1+g]^{1 \cdot PV} - [1-m] \cdot VTAS(t) \cdot [1+g]$$

y sacando factor común de $[1-m] \cdot VTAS(t)$:

$$[EX(t+1) - EX(t)] = [1-m] \cdot VTAS(t) \cdot [1+g]^{1 \cdot PV} - [1+g] \quad (3)$$

Asimismo, para un período medio de cobro a clientes "pc" cuyo valor absoluto sea igual o superior a la duración de un período, el saldo de clientes al final del período "t+1" tiene que ser igual al saldo de clientes al final del período "t", más las ventas del período "t+1", menos los cobros del período "t+1", y los cobros de "t+1" deben equivaler a las ventas del período "t+1-pc".

$$CL(t+1) = CL(t) + VTAS(t+1) - VTAS(t+1-pc);$$

Entonces:

$$[CL(t+1) - CL(t)] = VTAS(t+1) - VTAS(t+1-pc);$$

Y como:

$$VTAS(t+1) = VTAS(t) \cdot [1+g]$$

$$VTAS(t+1-pc) = VTAS(t) \cdot [1+g]^{1-pc}$$

Se puede expresar la variación en los saldos de clientes experimentada en un período en función de las ventas del período anterior.

$$[CL(t+1) - CL(t)] = VTAS(t) \cdot [1+g] - VTAS(t) \cdot [1+g]^{1-pc}$$

Sacando factor común, se tiene:

$$[CL(t+1) - CL(t)] = VTAS(t) \cdot [[1+g] - [1+g]^{1-pc}] \quad (4)$$

Para la variación en proveedores debemos hacer unas consideraciones similares. Así, el saldo final de un período "t+1" es igual al saldo final del período precedente, "t" más las compras del período comprendido entre ambos instantes de tiempo, menos las compras del período "t+1-pp", siendo "pp" el período medio de pago a proveedores, y cumpliéndose que "pp" se mida en unidades discretas mayores o iguales a 1.

Analíticamente:

$$PR(t+1) = PR(t) + CPRAS(t+1) - CPRAS(t+1-pp)$$

Y la diferencia entre saldos de proveedores es:

$$[PR(t+1) - PR(t)] = CPRAS(t+1) - CPRAS(t+1-pv)$$

Cómo,

$$CPRAS(t+1) = CONS(t+1) + [EX(t+1) - EX(t)];$$

$$CPRAS(t+1) = [1-m] \cdot VTAS(t+1) + [EX(t+1) - EX(t)];$$

De acuerdo con la igualdad (3):

$$[EX(t+1) - EX(t)] = [1-m] \cdot VTAS(t) \cdot [[1+g]^{1-pv} - [1+g]]$$

$$\text{Además, si: } VTAS(t+1) = VTAS(t) \cdot [1+g]$$

Sustituyendo:

$$CPRAS(t+1) = [1-m] \cdot VTAS(t) \cdot [1+g] + [1-m] VTAS(t) \cdot [[1+g]^{1-pv} - [1+g]]$$

Que queda:

$$CPRAS(t+1) = [1-m] \cdot VTAS(t) \cdot [1+g]^{1-pv} ;$$

La expresión anterior no hace sino constatar la hipótesis de partida de que las compras del período "t+1" cubren las salidas o consumos del período "t+1+pv".

Siguiendo idéntico razonamiento para las compras del período "t+1-pp":

$$\text{CPRAS}(t+1-pp) = \text{CONS}(t+1-pp+pv)$$

Entonces:

$$\text{CPRAS}(t+1-pp) = [1-m] \cdot \text{VTAS}(t) \cdot [1+g]^{1-pp+pv}$$

Recordemos que la variación en el saldo de proveedores se obtenía por diferencia entre las compras de los períodos "t+1" y "t+1-pp".

$$[\text{PR}(t+1) - \text{PR}(t)] = \text{CPRAS}(t+1) - \text{CPRAS}(t+1-pp)$$

Así que, sustituyendo, la variación en el saldo de proveedores queda también expresada en función de las ventas del período "t". Sacando además factor común $[1-m] \cdot \text{VTAS}(t)$, se tiene la igualdad (5):

$$[\text{PR}(t+1) - \text{PR}(t)] = [1-m] \cdot \text{VTAS}(t) \cdot [[1+g]^{1+pv} - [1+g]^{1-pp+pv}]$$

Sustituyendo en (1) las variaciones en existencias, clientes y proveedores por las expresiones deducidas en (3), (4) y (5), los flujos de caja operativos del período "t+1" serían:

$$\begin{aligned}
CF(t+1) = RPO(t+1) - [1-m].VTAS(t) \cdot [[1+g]^{1-pv} - [1+g]] - \\
- VTAS(t) \cdot [[1+g] - [1+g]^{1-pc}] + \\
+ [1-m].VTAS(t) \cdot [[1+g]^{1-pv} - [1+g]^{1-pp-pv}]
\end{aligned}$$

Operando en el segundo miembro, se tiene la expresión (6):

$$\begin{aligned}
CF(t+1) = RPO(t+1) + VTAS(t) \cdot [[1-m].[1+g] - [1+g] \\
+ [1+g]^{1-pc} - [1-m].[1+g]^{1-pp-pv}]
\end{aligned}$$

Lo anterior implica que, bajo las hipótesis seguidas en los razonamientos anteriores, los flujos de tesorería operativos registrados en el período "t+1" dependen, tanto de los recursos generados correspondientes al mismo período "RPO(t+1)", como de las ventas del período anterior "VTAS(t)", el margen bruto por unidad vendida "m", la tasa de variación de las ventas "g" y los períodos medios de ventas, "pv", de cobro de clientes, "pc", y de pago a proveedores, "pp".

Asimismo, teniendo en cuenta que los recursos generados (flujos de capital circulante por operaciones corrientes) son, según la igualdad (2):

$$RPO(t+1) = m.VTAS(t+1) - OGE(t+1);$$

$$y: VTAS(t+1) = VTAS(t) \cdot [1+g];$$

Se tiene:

$$RPO(t+1) = m.VTAS(t) \cdot [1+g] - OGE(t+1)$$

Sustituyendo en la igualdad (6):

$$\begin{aligned} CF(t+1) &= m.VTAS(t) \cdot [1+g] - OGE(t+1) \\ &\quad + VTAS(t) \cdot [[1-m] \cdot [1+g] - [1+g] \\ &\quad + [1+g]^{1-pc} - [1-m] \cdot [1+g]^{1-pp-pv}] \end{aligned}$$

Queda finalmente como (7):

$$CF(t+1) = VTAS(t) \cdot [[1+g]^{1-pc} - [1-m] \cdot [1+g]^{1-pp-pv}] - OGE(t+1)$$

De la expresión anterior se extrae una función de los flujos de caja operativos que, a salvo de la inclusión de otros gastos de explotación, sigue dependiendo de los mismos factores.

Los flujos operativos de capital circulante ofrecen una información no desagregada y parcial de los componentes del resultado, los cuales son conocidos también a través de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Se confirma, por tanto, lo redundante de buena parte de la información contenida en resultados y en los recursos generados.

La relación que se establece entre flujos de caja operativos y componentes del resultado depende de dos factores: margen sobre ventas y rotación del capital circulante. Son ambos factores que participan del concepto de rentabilidad del activo, de forma que la consecución de flujos de caja operativos en un nivel deseable tiene su contrapartida en una determinada cifra de rentabilidad.

Debemos hacer notar, asimismo, que los períodos de venta, cobro y pago, que condicionan los flujos operativos de un determinado ejercicio no pueden derivarse necesariamente de los resultados y las variaciones de capital circulante del ejercicio precedente. Si bien las variaciones de stocks pueden anticipar niveles de actividad futuros, las variaciones en cuentas a cobrar y a pagar serán el producto de operaciones ya realizadas.

La ausencia de una relación sistemática entre flujos de capital circulante y flujos de caja operativos posee varias explicaciones lógicas. Así, en el caso de una empresa en fuerte expansión, a igualdad de márgenes y rotaciones, los flujos de caja operativos crecerán a menor ritmo que los recursos procedentes de las operaciones. En cambio, en el supuesto de una empresa que ve estancada su actividad ocurriría lo contrario. Estudios empíricos como el de Gale y Branch (1984), a través del análisis de los balances de las empresas pertenecientes a la base de datos del PIMS (Profit Impact of Market Strategy), ponen en evidencia la relación entre mercados en crecimiento y descenso del nivel de tesorería, incrementándose la rentabilidad económica necesaria para la generación de un cash flow positivo.

Autores como Hawkins (1977) sostienen que las diferencias entre la información suministrada por flujos de caja y resultados operativos ha ido en aumento con el paso del tiempo, a causa de la aprobación de nuevos principios y normas que afectan a la relación entre ambas variables. Franz y Thies (1988, p. 26) lo achacan en un estudio empírico al mayor crecimiento relativo de las existencias y las cuentas a cobrar, crecimiento tanto derivado del aumento de la actividad como del efecto inflacionario.

No se puede decir, por tanto, que la información sobre flujos de tesorería operativos no sea relevante para el análisis económico, sino que añade el efecto de la rotación del capital circulante de explotación, posibilitando un estudio en términos de valores absolutos similar al de la descomposición del ratio de rentabilidad económica, aunque sin tener en cuenta la rotación del activo fijo. Esto significa que los flujos de caja operativos informan en una única cifra, salvando la forma de medir el beneficio, de lo mismo que se deduce a partir de la combinación de datos de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Balance, pero solamente a través de éstos podemos explicar cómo se ha obtenido una determinada cifra de flujos de caja operativos y no a la inversa. Ello implica, también, que resulte sencillo predecir los flujos de caja operativos de un mes, trimestre o año a partir de las ventas del inmediato anterior, dado un período de maduración estable. No puede asegurarse, en consecuencia, que las series temporales de flujos de tesorería y beneficios sigan la misma senda, según Lorek y Otros (1993, p. 162), los cuales profundizan

en las causas por las cuales se otorga a los flujos de tesorería un contenido informativo diferente al de los beneficios. A efectos económicos, por tanto, la información sobre las partidas de circulante adquiere su sentido sólo cuando analizamos la evolución de cada epígrafe por separado.

3.2 Limitaciones a la Información Contable: Beneficios versus Flujos de Tesorería

3.2.1 Limitaciones del Beneficio

En cuanto a la utilidad de un estado de flujos, a la vista de los anterior no parece que puede hablarse, desde el punto de vista del análisis económico, de una mejora de la información ya contenida en la cuenta de Pérdidas y Ganancias. Siguiendo a Goenaga y Muñoz (1993, p. 39), en modo alguno puede suplantarse el estado de cash flows a la cuenta de resultados dado que "un cash-flow no tiene en cuenta los pagos y/o cobros aplazados (hasta que no se realizan), ni todos aquellos hechos que no constituyan una entrada o una salida real de unidades monetarias, por tanto, no es una magnitud que refleje los beneficios de la empresa, sino que muestra, desde una óptica distinta, la evolución de la liquidez para un período de tiempo determinado".

Pero existe una justificación para no apelar de forma única a esta primera vía: radica en la relatividad del beneficio y la falta de representación del valor patrimonial de que puede

adolecer el Balance. También los orígenes y aplicaciones de capital circulante son manipulables: les afectan una serie de elecciones contables como el criterio de dotación de provisiones de capital circulante, la activación o no de ciertos costes como mayor valor de las existencias, las alteraciones en el beneficio y, por tanto, en los recursos procedentes de las operaciones como consecuencia de las diferencias entre producción y venta del ejercicio, etc. La tesorería, en cambio, es objetiva, esta es la principal virtud del estado de flujos de tesorería (Iglesias Sánchez 1992, p. 95).

Ello tiene que ver con la utilidad que se proclama para los estados de flujos en cuanto a la evaluación de la calidad del beneficio. Beaver (1989, p. 64-65) centra el problema en la no equivalencia entre el beneficio contable y lo que este autor denomina beneficio permanente, el valor actual de los flujos de dividendos perpetuos que en teoría se podrían repartir manteniendo el mismo valor de mercado de la empresa. Sólo esta cifra permite medir la capacidad para el pago de dividendos, un concepto de cash-flow al fin y al cabo.

Neil y otros (1991 p. 118), nos dan cuatro razones que limitan la utilidad del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y que, por lo tanto, abogan por el empleo de datos sobre flujos de tesorería: la manipulación susceptible de ser realizada por los gestores; la naturaleza arbitraria o convencional de las normas contables; su falta de relevancia a efectos de valoración, al hacerse según el coste histórico; y el

empleo de flujos de caja en los modelos teóricos de valoración de empresas. En relación con ello, las asimetrías de información que se producen entre el gestor-agente y el accionista-principal son también un factor que ha promovido el uso alternativo del estado de flujos para evaluar la actuación económica de la empresa.

En el ámbito contable, la medida absoluta de rentabilidad de la empresa en un período de tiempo determinado es el beneficio. En teoría, la suma de beneficios al final de la vida de la empresa debe coincidir con el valor final, referido a esa misma fecha, de todos los proyectos de inversión realizados por la misma. El valor final de un proyecto de inversión, entendido como la plasmación de un conjunto de decisiones de inversión y financiación irremediabilmente unidas, es función de la rentabilidad pura del proyecto de inversión, la tasa de reinversión de los flujos de caja liberados por el proyecto, el coste de la financiación del proyecto y la distribución temporal de los flujos del proyecto (Montllor, 1991 p. 15). Demasiados factores para ser resumidos en una única variable como es el beneficio, máxime cuando los diferentes proyectos de inversión interaccionan entre sí. Así, la iniciación de un nuevo proyecto puede modificar el valor final calculado para los proyectos en curso.

3.2.2 Manipulación de Beneficios y de Flujos de Tesorería

La baja calidad de la información sobre resultados, esto es, su carencia de utilidad para informar a los accionistas de sus rendimientos, se deriva muchas veces de la arbitrariedad de ciertas prácticas contables (Lev, 1989 p. 155).

Los gestores se verán tentados a elaborar una cuenta de resultados que se asemeje a los planes previstos. Para ello, se pueden utilizar, por ejemplo, las siguientes técnicas de manipulación que permiten diferir o anticipar resultados:

- 1ª) Capitalización o no de gastos de investigación y desarrollo y otros gastos amortizables.
- 2ª) Capitalización de gastos financieros y diferencias de cambio incorporados al coste del inmovilizado.
- 3ª) Criterios de dotación de amortizaciones y provisiones.
- 4ª) Retrasos o adelantos en contratos de compra o venta de existencias.
- 5ª) Retrasos o adelantos en compras o ventas de inmovilizado.
- 6ª) Retrasos o anticipos de ampliaciones, renovaciones o mejoras de inmovilizado.

- 7ª) Ventas y compras de inversiones financieras, con el fin de realizar pérdidas o beneficios derivadas de su posesión.
- 8ª) Transacciones intragrupo con objeto de transferir beneficios hacia o desde filiales.
- 9ª) Elección entre adquirir o alquilar un inmovilizado.
- 10ª) Elección entre adquirir un bien directamente o mediante una operación de arrendamiento financiero.
- 11ª) Política de reparto de dividendos de las filiales.

De las operaciones referidas, afectan también a los flujos de caja las que van de la 4ª a la 11ª. Además de las anteriores, a las variaciones operativas de capital circulante les afecta la capitalización de gastos.

Sin cambiar la cifra del beneficio global del ejercicio, también es frecuente la queja del cambio de adscripción de resultados por lo que respecta a su consideración como de explotación o extraordinarios.

Otras veces, sin embargo, el propio interés de los gestores de ofrecer una imagen de estabilidad de la empresa lleva a prácticas de alisamiento de beneficios que permiten obtener una mejor información sobre lo que constituye la tendencia media

futura de los resultados. Sería una especie de mejora subjetiva del principio del devengo, subjetiva en tanto que incorpora el juicio experto del gestor. Bajo este supuesto, no se puede hablar de manipulación de beneficios, ya que se favorece la formación de expectativas sobre flujos de caja futuros (Pina Martínez, 1988 pp. 27-28).

Dicho proceder está justificado por la mayor facilidad de estimación del beneficio normal, lo que reduce el riesgo sistemático de la empresa y conlleva una elevación del precio de las acciones, algo que redundará directa o indirectamente en la calificación y remuneración del trabajo del directivo.

Pese a la mayor objetividad del concepto de fondos, sobre todo si nos referimos a tesorería, frente al de beneficio, las posibilidades de manipulación que se ofrecen al contable encargado de formular este estado no son desdeñables.

Nos encontramos con el problema de discernir si los flujos por operaciones con empresas participadas poseen una racionalidad económica o son simples transferencias de recursos, fundamentalmente los que se refieren a actividades operativas realizadas a precios alejados de los que regirían en condiciones de mercado, y que serían realmente operaciones de inversión o financiación encubiertas. Es el caso de una compra-venta de mercancías a precios muy superiores o muy por debajo de los de mercado.

También ocurre que ciertas transacciones internas, aun necesarias, suponen de hecho una alteración del reparto de las disponibilidades, pero con consecuencias totalmente diferentes a las que se producirían como consecuencia de operaciones con terceros ajenos al grupo o perímetro de consolidación.

Acontecería igualmente el fenómeno anterior, por ejemplo, en una enajenación de inmovilizado a una empresa del grupo y su posterior arrendamiento, y en general, en cuantas operaciones puedan depender de la decisión unilateral de los gestores de la empresa.

Las oportunidades para controlar las transacciones de tesorería con clientes y proveedores pueden ser, en opinión de Staubus (1989 p. 165), incluso mayores que la posibilidad de alterar la cifra de beneficios.

Si las transacciones que producen flujos de tesorería tienen lugar con entidades independientes o no vinculadas, probablemente una empresa no pueda modificar a su antojo los plazos de pago, salvo que pertenezca a un sector en el que el poder de negociación recaiga sobre los clientes. Más fácil parece alterar las condiciones de cobro, sobre todo cuando suponen una ampliación del mismo, aunque también se puede jugar con el descuento de efectos, si bien, en ambos casos se produce un flujo contrario por intereses, aunque éste no tiene por qué registrarse en el mismo ejercicio. A la vista de lo anterior, resulta adecuado disponer de estados de flujos que ofrezcan datos tanto

del ejercicio corriente como del inmediato precedente. Si se establecieran estados de flujos plurianuales, éstos dirían no sólo la verdad, tal y como pretende la cuenta de resultados, sino que, además, revelaría si el gestor ha tratado o no de ocultarla.

La combinación en un mismo ejercicio de caídas en resultados y aumentos en flujos de caja operativos puede obedecer a la realización de créditos comerciales y/o al retraso en el pago a proveedores; esto es, se cubre una caída de márgenes con una mayor rotación del activo (Kochanek y Norgaard, 1988 p. 63). Pero la capacidad de reducción del período medio de maduración es limitada y si la caída de márgenes se prolonga ello se trasladará posteriormente a la liquidez, dando lugar a flujos de tesorería operativos de signo negativo.

Hemos visto que, en parte, el dato de los flujos de tesorería al cierre del ejercicio también puede hallarse sujeto a manipulación por parte de los gestores. Forrester (1995, p. 10) advierte, además, para grupos multinacionales del efecto de la manipulación externa introducida por el comportamiento de los operadores de los mercados de divisas.

Puede darse también un cambio en la clasificación de los flujos que incida sobre la interpretación del estado. Así en una operación de arrendamiento financiero, si se activa el bien objeto del contrato se registrará un flujo de inversión, pero si se lleva el importe de las cuotas a resultados se clasificaría, en principio como un flujo operativo de signo negativo.

3.3 Análisis Económico en Términos Relativos: Ratio Contable de Rentabilidad, Tasa Interna de Rentabilidad y Ratio de Retorno Líquido

Un estado de flujos de tesorería aporta datos para el examen de la relación existente entre rentabilidad y flujos netos de tesorería, y la influencia de dicha relación en los cambios de precios (IASC, 1992 par. 5.).

La valoración del retorno de las inversiones acometidas por los accionistas se plantea siempre en términos de valoración actual de flujos netos de caja, que no tiene por qué coincidir con la rentabilidad de los recursos propios, o el beneficio por acción, en los ejercicios de permanencia en el capital de la empresa. La razón de ello es la no disponibilidad inmediata de tales beneficios. La cuenta de resultados es más la periodificación de un promedio de flujos netos de tesorería (Bernstein, 1993 p. 64).

Lo mismo se puede decir de los proveedores de fondos ajenos, los cuales tienen en cuenta, asimismo, la fecha en que tales recursos serán reembolsados, así como el momento en que dispondrán de los intereses derivados de tales operaciones crediticias.

En el ámbito de la gestión interna, sin embargo, la medida de eficiencia del capital y, por tanto, la evaluación de las inversiones, se realiza mediante el ratio contable de

rentabilidad, basado en la determinación del beneficio, en base al principio de devengo.

Siguiendo a los profesores Cuervo y Rivero (1986 p. 24), en referencia al ratio de rentabilidad de los recursos propios, éste presenta las siguientes limitaciones:

- "a) El ratio refleja en un momento la rentabilidad de los fondos propios, y puede implicar que se maximice a corto en contra de la maximización a medio y largo plazo. Es por ello que su análisis no puede olvidar los hechos circunstanciales o programados que pudieran implicar, por ejemplo, una caída a corto (proyectos en curso, sin maduración), y que hacen posible una maximización a largo plazo.
- b) La maximización de dicho índice no presenta información sobre el riesgo asociado al mismo, es decir, que aumentos en el mismo pueden motivar aumentos en el riesgo económico o financiero de la empresa que no se valoran en el cálculo de dicho ratio.
- c) En la determinación del ratio de rentabilidad de los fondos propios se parte del valor en libros de los fondos propios, no de su valor de mercado, ello hace que en la mayoría de los casos no implica maximizar la rentabilidad de los fondos propios para los accionistas, dado que partimos del valor histórico en libros, no de un valor de realización o valor de auténtica inversión de los accionistas que vendrá

recogido en su valor de mercado."

También en términos de beneficio por acción, Solo el beneficio económico o permanente, en la terminología de Beaver (1989 p. 65), permite evaluar la capacidad para el pago de dividendos y, eventualmente, el valor de la empresa para sus accionistas.

Por lo que respecta al ratio contable de rentabilidad económica, definido en general como la relación entre beneficio antes de intereses e inversiones o montante de activos, la asunción de los principios generalmente aceptados puede implicar una falta de representatividad en este ratio. Fisher y MacGowan (1983) dan una variedad de ejemplos en los que la tasa contable de retorno, en base al principio del precio de adquisición, no coinciden en absoluto con la tasa interna de retorno de las inversiones de la empresa.⁵

Dicha falta de equivalencia se deriva del método de amortización, la tasa de crecimiento de los beneficios y la periodicidad con que se suceden inversiones y beneficios.

Así, por ejemplo, si se adquiere un inmovilizado por 100 u.m. para su explotación durante cuatro años, suponiendo que cada año se obtienen unos flujos netos de caja positivos de 40 u.m.,

⁵ Tasa de rentabilidad <<económica>>, en su traducción literal, concepto que se refiere a la tasa que hace equivalente el valor actual neto de los rendimientos de la empresa a la inversión inicial (Fisher y McGowan, 1983 p. 83).

tomando una amortización lineal del activo, se tendría:

	<u>Año 0</u>	<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>	<u>Año 4</u>
Flujos netos de caja:	-100	40	40	40	40
Amortización:		-25	-25	-25	-25
<u>Resultado:</u>	<u> </u>	<u> </u>	<u> </u>	<u> </u>	<u> </u>
		15	15	15	15
Activo total:	100	100	75	50	25
ROI: ⁶		15%	20%	30%	60%

Bajo tales supuestos se asegura el reparto del coste del inmovilizado según el ritmo de generación de ingresos de la empresa, de forma que siendo la actividad uniforme a lo largo de los cuatro años, el beneficio que resulta de aplicar el método de amortización lineal también es constante.

Sin embargo, el ratio contable de rentabilidad económica, en ausencia de renovaciones, muestra una evolución creciente, sin perjuicio de que hayamos tomado, para mayor simplicidad, la inversión del inicio del ejercicio, en vez de la inversión media de dicho período.

La tasa interna de rentabilidad de la inversión sería, en cambio, única para todo el horizonte de la inversión, y se calcularía igualando el coste del inmovilizado a los flujos netos de caja descontados a dicha tasa.

⁶ ROI: "Return On Investments", es decir, Rentabilidad Económica o del Activo Total

Suponiendo un valor residual nulo:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{F_t}{(1 + r)^t}$$

donde:

V_0 : Coste de adquisición del inmovilizado

T : Vida útil del inmovilizado

F_t : Flujos netos de caja del ejercicio t

r : Tasa interna de retorno

En nuestro ejemplo:

$$100 = \frac{40}{(1 + r)} + \frac{40}{(1 + r)^2} + \frac{40}{(1 + r)^3} + \frac{40}{(1 + r)^4}$$

siendo r : 21,86%

Si dicha tasa es superior, al coste de capital de la empresa, entendido como rentabilidad mínima exigida por los accionistas, en el supuesto de reinversión a la misma tasa de los flujos de caja, el valor final neto de la inversión de los accionistas sería positivo, es decir, la empresa aumenta de valor.

Para obtener ese mismo resultado en el ratio contable de rentabilidad económica, la amortización anual del inmovilizado se calcularía por medio de las dos siguientes expresiones:

$$A_t = V_{t+1} - V_t = \sum_{s=t}^T \frac{F_s}{(1+r)^{s-t+1}} - \sum_{s=t+1}^T \frac{F_s}{(1+r)^{s-t}}$$

$$A_t = F_t - r \cdot V_{t-1}$$

Según esto,

	<u>Año 0</u>	<u>Año 1</u>	<u>Año 2</u>	<u>Año 3</u>	<u>Año 4</u>
Flujos netos de caja:	-100	40	40	40	40
Amortización:		-18,1	-22,10	-26,94	-32,82
<u>Resultado:</u>		<u>21,86</u>	<u>17,90</u>	<u>13,06</u>	<u>7,17</u>
Activo neto:	100	100	81,86	59,76	32,82
ROI:		21,86%	21,86%	21,86%	21,86%

Por este segundo criterio de amortización, de carácter progresivo, determinado según el método de Hotelling (1925), citado por Edwards y Otros (1990 p. 39), la rentabilidad económica ofrecería un valor con significado económico, cual es el la tasa interna de rentabilidad de la inversión. La depreciación coincidirá con la variación en el valor neto de los restantes flujos netos de caja descontados por la tasa interna de rentabilidad, lo cual implica conocer dicha tasa de antemano. El beneficio contable, sin embargo, disminuiría a medida en que dicho proyecto de inversión se acerca a su final, por lo que resultan inconsistente el análisis conjunto del resultado en términos absolutos y relativos.

La amortización calculada bajo la hipótesis de hacer equivalentes la tasa interna de rentabilidad y el ratio contable

de rentabilidad económica puede tener saldo acreedor en algún período en que los flujos netos de caja sean sustancialmente menores, algo muy habitual en los inicios de la mayoría de proyectos de inversión. La interpretación contable de ello es una ganancia por la tenencia del bien, que habría de recogerse en la cuenta de resultados, si queremos mantener la hipótesis de partida.

Pero el cálculo de la tasa interna de rentabilidad del proyecto tiene en cuenta los resultados globales del proyecto, sin que pueda particionarse en subperíodos comprendidos en la duración total del proyecto. No existe razón alguna que nos lleve a pensar que la rentabilidad del proyecto va a ser la misma en cada ejercicio. Por tanto, la tasa de interna de retorno no es una variable relevante para el análisis periódico de la rentabilidad de las empresas. No es útil para evaluar periódicamente la rentabilidad global de la empresa, dado que carece de significado más allá de la evaluación global de ese proyecto de inversión-financiación en que se resume todo el quehacer de la empresa a lo largo de su vida.

Tampoco podemos conformarnos con dar validez a un ratio de rentabilidad que valore los activos a su coste histórico. Una mayor aproximación a la tasa interna de retorno se consigue tomando el activo del denominador en valores actuales (Giner, 1991a p. 76), entendiendo por valor actual el coste de privación o valor para el propietario, y que sería el resultado de comparar el coste de reposición con el mayor del valor realizable neto o

el de rendimiento, tomando el menor de los mismos. Se supone que dicho valor representa la mínima pérdida para la empresa que se derivaría de la no posesión del bien.

Al mismo tiempo, en el numerador, el beneficio debe calcularse incorporando los aumentos o disminuciones que sufra dicho valor de privación. Y ello por la definición hicksiana de renta (Hicks, 1946), que adaptada a una empresa supondría considerar como beneficio el valor máximo que una empresa puede distribuir durante un período manteniendo el mismo valor actual de su patrimonio. Dicho beneficio sería igual a la suma del valor actual de los futuros flujos netos de caja esperados al final del período, menos el valor actual de los flujos netos de caja futuros esperados al inicio del ejercicio, más el flujo neto de caja originado en el período, una vez tenidas en cuenta las nuevas aportaciones de capital realizadas durante ese tiempo (Edwards y Otros, 1990 p. 11).

La valoración actualizada de los activos a coste de reposición, valor neto de realización o valor de rendimiento se traduce, más tarde o más temprano, en flujos de tesorería, por actividades de inversión, en el caso de reposición y o realización, o por actividades corrientes u operativas, en el caso de seguir explotando el bien (valor de rendimiento).

Dado que los flujos netos de caja futuros no pueden más que estimarse con sujeción a aleatoriedad o a incertidumbre, en la práctica, tal y como ocurría con la tasa interna de rentabilidad,

tendríamos que esperar a la finalización de la actividad empresarial para enjuiciar su actuación desde un punto de vista de su eficiencia relativa. El estudio intermedio de la relación entre flujos de caja operativos y de inversión, como traducción monetaria de flujos económicos puede ser, en consecuencia, un indicador de si nos acercamos o no hacia esa cifra final. Sólo así podemos evaluar un proyecto de inversión frente a otras alternativas de colocación de fondos (Cañibano y Bueno, 1978 p. 327).

En síntesis, a los inversores les interesa saber si en un período de tiempo determinado la rentabilidad obtenida es mayor o no que las del resto de alternativas de inversión. Dada la falta de comparabilidad de las medidas de beneficio correspondientes a diferentes empresas y sectores, se hace necesario el uso de magnitudes objetivas como las ofrecidas por los estados de flujos. Se argumenta por ello una preferencia en favor de dicha orientación sobre todo cuando se trata de proyectos con un horizonte temporal de muy largo plazo, en cuyo caso, de cara a la toma de decisiones por parte de los usuarios de la información financiera externa, así como en relación con la política de dividendos, el cálculo de las amortizaciones pierde relevancia.

De sustituir beneficios y activo por flujos de caja operativos -antes de intereses- y por operaciones de inversión, respectivamente, un indicador de rentabilidad podría ser:

$$Rt: \frac{\sum_{s=0}^t \frac{FCO_s}{(1+k)^s}}{\sum_{s=0}^t \frac{FCIs}{(1+k)^s}} \times \frac{1}{t}$$

donde:

$\sum_{s=0}^t \frac{FCOs}{(1+k)^s}$: Flujos de caja operativos acumulados hasta el período "t", descontados a una tasa de interés "K".

$\sum_{s=0}^t \frac{FCIs}{(1+k)^s}$: Flujos de caja de inversión acumulados hasta el período "t", descontados a una tasa de interés "K".

Rt será un indicador que mide la relación entre flujos de caja operativos y flujos de caja de inversión desde el inicio del proyecto hasta un determinado instante "t", descontados ambos flujos a un tipo de interés de mercado (tipo de interés de la deuda pública a largo plazo, por ejemplo) y dividido por el número de períodos transcurridos desde el instante inicial.

El indicador anterior se deriva del índice de rentabilidad o ratio ganancia coste, que relaciona por cociente el valor actualizado de los flujos netos de caja derivados del proyecto de inversión a analizar con el desembolso inicial o montante de la inversión necesaria (Suárez Suárez, 1987 p. 64). La generalización de la presentación de los estados de flujos de tesorería haría factible su cálculo.

En nuestro ejemplo, supuesto un interés de mercado del 10%:

$$R_1: \frac{\frac{40}{(1 + 0,1)}}{100} \times \frac{1}{1} \times 100 = 36,36\%$$

$$R_2: \frac{\frac{40}{(1+0,1)} + \frac{40}{(1+0,1)^2}}{100} \times \frac{1}{2} = 34,71\%$$

$$R_3: \frac{\frac{40}{(1+0,1)} + \frac{40}{(1+0,1)^2} + \frac{40}{(1+0,1)^3}}{100} \times \frac{1}{3} = 33,16\%$$

$$R_4: \frac{\frac{40}{(1+0,1)} + \frac{40}{(1+0,1)^2} + \frac{40}{(1+0,1)^3} + \frac{40}{(1+0,1)^4}}{100} \times \frac{1}{4} = 31,70\%$$

Las cifras anteriores, sin corresponder con la tasa interna de rentabilidad de la inversión, permiten evaluar la rentabilidad media anual, es decir, su adecuación al análisis contable clásico radica en que permite analizar la evolución de la rentabilidad de la empresa a través de datos ex-post y sin esperar a la finalización de su objeto social.

En realidad, los flujos de inversión tomados en el denominador corresponderían exclusivamente a las aplicaciones o flujos negativos de tesorería derivados de actividades de inversión. Los orígenes o flujos positivos de tesorería por

actividades de inversión -operaciones de desinversión- deben ser tomados como un valor residual, es decir, se agregarían a los flujos de caja operativos del numerador. Con ello, la expresión anterior quedaría como:

$$R_t: \frac{\sum_{s=1}^t \frac{FCO_s + FCI(+)_s}{(1+k)^s}}{\sum_{s=0}^t \frac{FCI(-)_s}{(1+k)^s}} \times \frac{1}{t}$$

donde:

$FCI(+)_s$: flujos de caja positivos (cobros) por operaciones de inversión.

$FCI(-)_s$: flujos de caja negativos (pagos) por operaciones de inversión.

Un problema para la dotar de utilidad a este ratio radica en la necesidad de contar con los flujos generados desde el inicio de la vida de la empresa, con la dificultad añadida de la falta de estabilidad del valor de la unidad de medida empleada. Para paliar dicha limitación, se podrían acumular solamente los flujos de los cuatro o cinco últimos ejercicios.

También constituye un inconveniente de la formulación anterior la determinación de la tasa de descuento a aplicar, que sigue una problemática similar a la de otros desarrollos que hacen uso de dicha tasa, como puede ser el cálculo del valor actual neto de una inversión.

En aras de obviar tales limitaciones, a costa de una cierta pérdida de rigurosidad, Ijiri (1980 p. 55) propone como alternativa un ratio de rentabilidad también basado en el principio de caja, que parte de separar los flujos de tesorería en inversiones y sus retornos. Así el ratio de retorno líquido o <<cash recovery rate>> sería el cociente entre éstos últimos y las inversiones brutas promedio del ejercicio.

Los retornos de tesorería estarían compuestos por los flujos operativos de capital circulante, antes de gastos financieros, más los orígenes por enajenación del inmovilizado, más la disminución del activo circulante. Se prescinde, por tanto, de toda clase de flujos de financiación.

Ijiri trata de relacionar dicha tasa con otros criterios de evaluación de inversiones, así, bajo el supuesto de uniformidad de los flujos, el ratio de retorno líquido equivaldría al recíproco del <<pay-back>>.

En cuanto a su relación con la tasa interna de retorno, sería equivalente a un proyecto que generase flujos netos de caja uniformes de forma indefinida, pudiendo ser usado como una aproximación al mismo en inversiones con una tasa de retorno superior al 15 por cien y con un horizonte temporal superior a 15 años.

Conocido el horizonte temporal medio de las inversiones de la empresa, que se puede estimar por el cociente entre las

inmovilizaciones brutas y la media de las dotaciones a amortizaciones, la tasa interna de retorno de la empresa se podría estimar a partir de la siguiente expresión:

$$r = \frac{i}{(1 - (1 + i)^{-n})}$$

donde:

r: ratio de retorno líquido

i: tasa interna de retorno de la empresa

n: vida útil media de las inversiones de la empresa

La formulación anterior, no obstante, se basa en unas hipótesis muy restrictivas, a saber: la ausencia de cambios de precios y la equivalencia entre la tasa de crecimiento de las inversiones y la tasa interna de retorno de las inversiones de la empresa.

Con posterioridad, Gerald Salamon (1982) reformula dicha relación, también considerando que la empresa es una suma de proyectos con el mismo horizonte temporal y la misma tasa interna de retorno, pero teniendo en cuenta la existencia de variaciones de precios y de una determinada tasa constante de crecimiento real de las inversiones brutas. En este caso, la expresión del ratio de retorno líquido, respetando la terminología original de Salamon, se convierte en la siguiente (Salamon, 1982 p. 296):

$$r = \frac{(1 - p \cdot g) \cdot p^n \cdot g^n \sum_{j=1}^n C_j^o g^{-j}}{(1 - p^n \cdot g^n) \sum_{j=1}^n C_j^o i^{-j}}$$

Y:

$$p = 1 + p'$$

$$g = 1 + g'$$

$$i = 1 + i'$$

donde:

r: ratio de retorno líquido

i': tasa interna de retorno de la empresa

n: vida útil media de las inversiones de la empresa

p': tasa anual de variación de precios

g': tasa anual de crecimiento real de las inversiones brutas

C_j^o : flujo neto de caja obtenido en el ejercicio "j" a raíz del primer proyecto de inversión de la empresa.

La formulación anterior permite, además, comparar el ratio contable de rentabilidad con la tasa interna de retorno estimada a partir del ratio de retorno líquido. Salamon (1985 p. 500) encuentra una correlación positiva entre ambos parámetros, pero existe un elevado porcentaje de la variación del ratio contable de rentabilidad que no resulta explicado por el estimador de la tasa interna de retorno. Además, las desviaciones con respecto a ésta tienen un carácter sistemático, no aleatorio, con respecto a las características de la empresa, pudiendo achacarse a la

elección de la política contable.

Con respecto a lo anterior, Butler, Holland y Tippet (1994), basándose en un estadístico "z" distribuido normalmente, desarrollado por Kelly y Tippet (1991 p. 325), y que incluye el dato de la tasa interna de retorno, testan la hipótesis nula de equivalencia entre dicha tasa y el ratio contable de rentabilidad. Las conclusiones de la aplicación empírica de dicho análisis arrojan como resultado que el ratio contable de retorno presenta un sesgo hacia abajo, es decir, presenta valores menores que la tasa interna de retorno, tanto menor, cuanto mayor es el tamaño de la empresa, si bien, esta última relación es débilmente significativa. Encuentran, además, estos autores que el ratio contable de rentabilidad tiende a seguir un proceso de reversión, es decir, a una etapa de aumento es más probable que le siga un período en el que disminuye.

El ratio propuesto por Ijiri es desarrollado en una época en la que predomina la información sobre flujos de fondos en términos de variaciones de capital circulante. Lee y Stark (1987 p. 130) muestran su preferencia por una redefinición del mismo como cociente entre flujos de tesorería operativos e inversiones brutas en activo fijo, toda vez que la nueva variable del numerador comenzaba a ser publicada de manera predominante en los estados de cambios en la situación financiera, ya en vísperas de la aprobación del SFAS N° 95. Dicho ratio, en opinión de estos autores, se adecuaría más a los resultados de los modelos tradicionales de planificación financiera, es decir, procuraría

en teoría, mejores estimaciones de la tasa interna de retorno de las inversiones de la empresa.

Las limitaciones prácticas de los modelos de Ijiri y Salamon no se encuentran libres de crítica. Así, Brief (1985, p. 473) considera no realista asumir que la suma de proyectos de inversión de una empresa difiere solamente en escala, y no en su tasa de retorno o su horizonte temporal. Además, se exige un previo conocimiento de la serie de flujos netos de tesorería, con lo cual, no tendríamos mayor inconveniente en determinar directamente la tasa interna de retorno. La posible modelización de la serie de flujos netos de tesorería ha sido objeto de estudio en base a regresiones de flujos de inversión de ejercicios pasados, pero existe una gran dificultad en determinar los retardos a considerar, no habiéndose alcanzado resultados significativos al respecto.

Aun obviando las limitaciones anteriores, Stark (1993) identifica dos posibles fuentes de errores que afectan al cálculo del denominador del ratio de retorno líquido: la posibilidad de capitalizar o no ciertos gastos, como los de investigación y desarrollo, y la existencia de inversiones con una vida útil menor que la asignada en promedio a la suma de proyectos de la empresa, lo que implica el que dejen de aparecer en Balances sucesivos. En ambos casos se trata de errores sistemáticos relacionados de manera inversa con la tasa de crecimiento de las inversiones. Además, en el primer caso, una mayor proporción de gastos no capitalizados implica errores crecientes si la tasa de

crecimiento de las inversiones es menor que la tasa interna de retorno real y deriva en un error de menor cuantía en caso contrario.

4. El Estudio de la Solvencia y la Comparación entre Beneficios y Flujos Operativos

Constituye siempre una primera referencia al respecto el trabajo de James Largay y Cyde Stickney (1980), recogido por Stickney (1993 pp. 72-93), quienes examinaron los datos de beneficios, flujos de capital circulante operativo y flujos de tesorería operativos de la W.T. Grant en los cinco años anteriores a su quiebra, resaltando que sólo los flujos de tesorería registraban un signo negativo a lo largo de dicho período.

La conciliación entre beneficios y recursos procedentes de las operaciones permite extraer los componentes del resultado que no generan flujos financieros o expectativas de que se produzcan en el futuro entradas o salidas de tesorería. De dicha comparación se puede evaluar la bondad del resultado, sobre todo en términos de lo que será la posición de solvencia futura de la empresa, así como los criterios de contabilización de ciertos ingresos y gastos no monetarios, sobre todo cuando se trata de comparar empresas del mismo sector. Pero se produce además, una falta de coincidencia entre recursos generados y flujos de tesorería derivados de las operaciones corrientes (Esteo Sánchez,

Los teóricos del análisis financiero han sentido especial predilección por la construcción de modelos de predicción de insolvencia. Bien es cierto que se trata sólo de una de las varias derivaciones concretas del estudio del equilibrio financiero de la empresa. En palabras de Ruiz Barbadillo (1990 p. 2.469), "la solvencia de la empresa es una cuestión de grado, siendo la insolvencia, y por tanto la predicción de la misma, un valor más de tal escala".

Así, George Foster, citando a Robert Morris Associates (Foster, 1986 p. 604), asociación de ejecutivos de entidades de crédito, se muestra a favor del estado de cash flow para evaluar la capacidad de asunción de crédito por parte de la clientela. Pero el análisis de la predicción de insolvencia es el objetivo principal perseguido por los prestamistas como usuarios de la información económico-financiera, por encima, incluso, de la determinación del importe máximo del crédito a conceder.

Como las corrientes monetarias anticipan mejor las dificultades en la solvencia de los deudores, es de suponer que tales dificultades se conozcan con mayor prontitud mediante un estado de flujos de tesorería. En este sentido, los estudios que utilizan variables flujos de fondos para la predicción de insolvencia se centran fundamentalmente en el empleo de los flujos operativos, comparando la validez de las variaciones de capital circulante operativas o los recursos generados con los

flujos de tesorería derivados de las actividades corrientes, y enfrentando los resultados de ambos frente al empleo de la cifra de beneficios.

Diversos autores se han pronunciado en favor del empleo de variables de flujos para la predicción de la insolvencia en detrimento del análisis de la evolución de los beneficios (Rodríguez-Vilariño Pastor, 1992 p. 25). Otros autores, continuadores de los primeros estudios de Beaver y Altman, manifiestan su preferencia por los flujos de capital circulante o resultados (Constable y Woodliff, 1992 p. 1).

Todo recorrido cronológico sobre la evaluación de la capacidad para anticipar dificultades financieras por parte de las variables que representan flujos de fondos debe iniciarse citando a Beaver (1966), quien haciendo uso de un análisis univariable dispuso varios ratios para distinguir entre empresas quebradas y no quebradas, concluyendo que tanto a corto plazo como a largo plazo el ratio de recursos generados sobre deuda total era el mejor predictor, seguido del ratio de resultados antes de impuestos sobre activos totales.

Dos años más tarde, Altman (1968), desarrolló una función lineal de una serie de variables explicativas para tratar de predecir en base a un análisis discriminante el valor de una variable dependiente cualitativa o ratio Z (quiebra/no quiebra). Tras el examen de 22 ratios, incluyó como variables explicativas cinco de ellos, ninguno de los cuales recoge flujos de tesorería

o de capital circulante. El propio Altman (Altman, Hadelman y Narayan, 1977) rehizo el trabajo anterior, rebautizado como análisis ZETA, en el que añadió otras variables no financieras como la dispersión de los beneficios o el tamaño.⁷

Raja, Nosworthy y Gourea (1980), citados por Casey y Bartczak (1985 p. 388), son los primeros en realizar un análisis discriminante con inclusión de ratios contruidos a partir de los flujos de tesorería operativos, siendo el cociente de dicha variable entre la deuda total el de mayor capacidad para distinguir entre empresas sanas y en dificultades con un error tipo I del 21 por cien (clasifica como sanas empresas quebradas) y un error tipo II del 35 por cien (clasifica como quebradas empresas sanas).

Mensah (1983) realiza un estudio sobre predicción de insolvencia mediante análisis discriminante con inclusión entre las variables explicativas del ratio cash-flow sobre deudas totales. El propio Altman (1983, p. 279) incluye también con posterioridad un ratio de cash flow sobre gastos financieros en un modelo multivariante de predicción de insolvencia (análisis discriminante) construido específicamente para el sector ferroviario.

⁷ Conviene tener en cuenta que tanto en los dos trabajos citados como en los siguientes se encuentran diferentes definiciones de insolvencia, desde la declaración quiebra hasta la incapacidad para el pago de deudas a su vencimiento (Mora Eguídanos, 1994 p. 715).

Un año más tarde, Casey y Bartczak (1984) examinaron 290 empresas, 60 de las cuales se habían declarado en suspensión de pagos, y encontraron que con los datos de flujos de caja operativos correspondientes a un período de 5 años el modelo fue incapaz de distinguir entre las empresas financieramente sanas y las que no lo estaban. El estudio de la variable flujos de caja operativos se reveló como menos exacto que un predictor de insolvencia que hacía uso de seis indicadores basados en el principio de devengo, incluyendo ratios de endeudamiento y rentabilidad. El modelo univariante que tomaba como variable explicativa los flujos de caja operativos clasificó bien las empresas quebradas, pero falló en las no quebradas. Esto se justificó por el hecho de que un reducido volumen de flujos operativos de tesorería puede ser debido también a una estrategia de crecimiento acelerado. Concluyeron también que la variabilidad de los flujos podía ser mejor predictor que el valor absoluto.

Gentry, Newbold y Whitford (1985a) llegan a la misma conclusión que Casey y Bartczak en cuanto al valor predictivo de los flujos de caja operativos, medidos en términos relativos al total de entradas netas de fondos, pero obtienen resultados significativos a partir de la evolución de los flujos de dividendos en relación a las salidas totales de fondos. Así, las empresas quebradas registran una disminución de dicho porcentaje. En un estudio posterior resulta también significativa una reducción relativa de los saldos de clientes y de los flujos por operaciones de inversión en el año anterior al de la quiebra (Gentry, Newbold y Whitford, 1985b p. 52). Tales predictores, sin

embargo, mejoran los resultados de un modelo multivariable de ratios elaborados con datos exclusivamente del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

También Aziz y Otros (1988), sobre una muestra de 50 empresas quebradas y 50 no quebradas entre 1971 y 1982 comparan la capacidad de predicción de los modelos de análisis discriminante Z y ZETA de Altman (1968;1977) con un modelo que desagrega los flujos de tesorería en flujos económicos y financieros, según las propuestas de Lawson (Aziz y Otros, 1988 p. 419). En una primera aproximación, todas las variables flujos de tesorería, excepto los dividendos y las aportaciones netas de accionistas, presentan valores significativamente mayores para las empresas no quebradas. La comparación con los modelos de Altman se realiza tanto para un análisis discriminante lineal como para un análisis de regresión logística o análisis logit³. Dicho modelo resulta ser ligeramente mejor que el primero, y en ambos casos nos hallamos ante resultados comparables a los de Altman, con mejores resultados a partir de tres años antes de la insolvencia y peores en los dos últimos años.

Como explicación a las conclusiones contradictorias de los análisis anteriores, Guyon (1991 pp. 26-27) señala que Casey y

³ Siendo $f(x)$ un función logit lineal multivariante, es decir, función lineal de una serie de variables o ratios, la probabilidad de insolvencia de una empresa vendrá dada por la expresión $e^{f(x)}/(1+e^{f(x)})$, con lo cual, la probabilidad de insolvencia se incrementa con el valor de la función (Rodríguez-Vilariño Pastor, 1994b pp. C751-C752).

Bartczak están comparando un análisis univariable, en base al ratio de flujos operativos sobre deudas a corto plazo, con una función discriminante en la que intervienen cuatro ratios:

1. Rentabilidad: Beneficio/Activo
2. Liquidez del activo: Disponible/Activo
3. Endeudamiento: Deudas/Fondos Propios
4. Capacidad de pago: Disponible/Deudas a C/P

Resta además validez al uso estadístico de datos contables de empresas en dificultades financieras, con alteraciones anormales en rotaciones y resultados derivadas del empeño de los gestores de ocultar la verdadera situación de la firma. Es por ello que el propio Guyon (1995 p. 6) propone eliminar en lo posible los efectos de tales prácticas al proceder a comparar empresas sanas y poco solventes.

La conclusión, por tanto, en conjunción con los resultados de Aziz, sería que un análisis multivariable ofrece resultados superiores a un análisis univariable. No obstante, en un desarrollo posterior del trabajo anteriormente citado, Casey y Bartczak (1985), hacen un nuevo planteamiento que consiste en ir añadiendo hasta tres variables basadas en flujos de tesorería operativos a un modelo de regresión construido en base a seis ratios que utilizan exclusivamente datos del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. El resultado reafirma sus tesis acerca de la falta de utilidad del dato de los flujos de tesorería operativos para la predicción de la insolvencia debido

a la elevada dispersión de los mismos, y a la falta de consistencia de los resultados del análisis a lo largo del período analizado, dejando abierta la posibilidad de que dependiendo del mismo las conclusiones pudieran ser diferentes.

Años más tarde, Ghalon y Vigeland (1988) identifican variables flujo de tesorería que dan lugar a diferencias significativas entre empresas quebradas y no quebradas con una antelación de hasta 5 años. Por su parte, Guyon (1987) hace una comparación del poder predictivo de los flujos operativos relacionándolos con la cifra de ventas. El ratio de flujos de caja operativos sobre ventas se revelaba en conjunto como más significativo que el de recursos generados sobre ventas como indicador de dificultades financieras potenciales. Se argumentan dos razones: la mayor oportunidad y precisión de los flujos de tesorería, ya que, en caso de dificultades, caen antes y más bruscamente que los flujos de capital circulante, y ello, por que no les influye el aumento del capital circulante que puede producirse por problemas de ventas o de producción.

Micha, citado por Guyon (1991 p. 28), sustituyendo en el denominador las ventas por el valor añadido, concluye que los flujos de circulante tienen un mayor poder discriminante a efectos de separar empresas financieramente sanas y en dificultades cuanto más próxima sea la quiebra, mientras que los flujos de tesorería se comportan mejor cuanto más tiempo atrás se considere. Conviene resaltar, no obstante, que en ninguno de los dos casos anteriores se tuvo en cuenta los pagos por gastos

financieros al definir los flujos de tesorería operativos.

Escalonando en cuatro estadios la solvencia de las empresas analizadas -solvencia normal, reducción de dividendos de más del 40 por cien, morosidad o renegociación de principal y/o intereses de deudas y suspensión de pagos- Terry Ward (1994), haciendo uso de un modelo de predicción basado en una regresión logística ordinal, encuentra significativas las variables de rentabilidad económica y flujos de tesorería operativos, con una mayor capacidad predictiva para éstos últimos. De sustituirse en el ratio de rentabilidad los beneficios por recursos generados, la capacidad predictiva del modelo mejoraba, sin que se diera correlación con los flujos de tesorería.

Por su parte, Laitinen (1994), al estudiar sobre una muestra de empresas finlandesas el ratio de flujos operativos sobre el pasivo total tanto para los recursos generados como para los flujos de caja operativos de empresas insolventes y solventes encuentra en el primero una mayor estabilidad en su disminución a lo largo de los cinco años anteriores a la quiebra, cosa que no ocurre con el ratio de flujos de tesorería. La razón de ello estriba en los ajustes de las variaciones de las diferentes partidas del capital circulante, no simultáneas. Así, tras un comportamiento similar de los ratios hasta el quinto año anterior a la insolvencia, las empresas en dificultades experimentan inicialmente un aumento anormal de sus existencias. La persistencia en la disminución de los recursos generados obliga a un posterior ajuste -disminución- de las cuentas a cobrar, que

se sitúa alrededor del tercer año anterior. Por último, agotadas las posibilidades de la reducción del período medio de cobro, es cuando se produce, en las postrimerías de la insolvencia, un aumento de las cuentas a pagar. En último caso se llega incluso a registrar una disminución de stocks, cuando éstos se liquidan aceleradamente con grandes descuentos (Laitinen, 1994 p. 214).

A la vista de lo anterior, no resulta extraño encontrarnos con estudios que, a efectos de analizar la insolvencia empresarial, consideran menos relevantes los flujos de caja operativos que los beneficios. De acuerdo con la explicación dada por el profesor Gonzalo Angulo (1995 p. 23), "los fracasos financieros, tal como son reflejados por las variables líquidas, son realmente el resultado de fallos anteriores en magnitudes relacionadas con operaciones reales (bajadas de precios, aumentos desmesurados de gastos, ausencia de ventas, costes no competitivos, etc.), y por tanto existe cierta lógica en pensar que primero falla la cuenta de resultados y luego la propia cadena de transmisión de la empresa traslada a cobros y pagos el fallo habido en las operaciones".

Una posible conclusión a las contradicciones que se ponen de manifiesto en los estudios anteriores sería que importan más los equilibrios entre las diferentes categorías de flujos que analizar una variable individualmente tomada como los flujos operativos. Buena prueba de ello es que los modelos que se comparan con los contruidos a partir de los flujos de tesorería operativos incluyen directa o indirectamente información sobre

flujos de inversión y financiación. En las conclusiones de Guyon y Rozsa (1988), pese al contenido informativo adicional que reporta el conocimiento de los flujos de tesorería operativos, dicho parámetro no es la panacea en materia de diagnóstico financiero, sino que debe analizarse en conjunto con el resto de variables en que se plasma la política financiera de la empresa: inversiones y desinversiones, endeudamiento, ampliaciones de capital, reparto de dividendos, etc.

5. Aportaciones para el Análisis del Valor Global de la Empresa

5.1 Predicciones del Valor de Mercado

Siguiendo a Lawson (1991 pp. 36-37), el resultado económico de un período es igual al valor global de la empresa al final del ejercicio, menos el valor global de la empresa al inicio del ejercicio, más la remuneración a los proveedores de fondos , y menos las aportaciones de los proveedores de fondos. Las limitaciones del concepto contable de beneficio arrancan, por tanto, de la determinación del valor real de la empresa.

El análisis del equilibrio económico debe tener en cuenta, además, posibles cambios en la prima de riesgo de la empresa derivados de alteraciones en su posición financiera. El beneficio, por si solo, no informa de ello, ya no sólo porque sea o no un adecuado predictor de la suma de flujos de caja futuros, sino por que falla a la hora de informar sobre el momento de la

disposición de los mismos. Los flujos de tesorería operativos pudieran, por tanto, resultar una alternativa.

Se constata, de hecho, una divergencia inter-empresas en sus ratios de cotización-beneficio (Price-Earnings-Ratio). Asumiendo que el valor de mercado sería el valor actual de los flujos netos de tesorería distribuibles a los proveedores de fondos, las causas de dicha divergencia serían, siguiendo a Lawson (1992d, p. 247):

- Diferencias entre los niveles actuales de beneficios antes de interés y flujos de tesorería repartibles a los proveedores de fondos.
- Diferencias en ratios de endeudamiento.
- Diferencias en las tasas de crecimiento esperadas de flujos de tesorería repartibles a los proveedores de fondos.
- Diferencias en el coste de capital -tasa de descuento a emplear- como consecuencia del nivel de riesgo particular de cada empresa.

Una forma de contrastar lo anterior es tomar como referencia el valor de mercado de la empresa, es decir, el precio de cotización que alcanzan sus acciones, examinando en qué medida una variación en el mismo puede ser anticipada por una variable alternativa al beneficio.

Los primeros estudios al respecto son obra de Beaver (1968b) y Ball y Brown (1968), al comparar la capacidad predictiva de los ratios financieros y beneficios con respecto a cambios en las cotizaciones, pero sin incluir variables flujo de tesorería. Tal y como quedó reseñado en páginas anteriores de este mismo Capítulo, Ball y Brown utilizaron para la estimación del cambio en las cotizaciones el signo de los residuos de una regresión de los beneficios individuales explicados por los resultados medios del mercado. Por su parte, Beaver analizó la relación entre los anuncios de beneficios y los volúmenes de contratación, alcanzando unos resultados más significativos que los de Ball y Brown en cuanto a la influencia del conocimiento de la cifra de beneficios (Lev, 1978 pp. 284-291).

Estudios posteriores como los de Beaver y Dukes (1972), Patell y Kaplan (1977), quienes utilizan por primera vez un concepto de recursos generados como variaciones de capital circulante operativo, citados por Bradbury y Newby (1989 p. 31), llegaron a la conclusión de que no se producían relaciones significativas entre cotizaciones y recursos generados, definidos como beneficios más amortizaciones y dotaciones a provisiones.

En cuanto a posibles relaciones entre datos sobre resultados y flujos de tesorería y el precio de cotización de las acciones de la compañía, Lawson (1981), al comparar el efecto de los beneficios y los flujos de tesorería del sector industrial para el período 1954-1976 sobre la valoración hecha por el mercado se encontró con una mayor significación para los flujos de

tesorería, concluyendo que los beneficios resultaban básicos para la gerencia de la empresa. Sin embargo, el comportamiento de las cotizaciones individuales de las sociedades no confirmó lo anterior.

Por su parte, Peter Wilson (1986) es el primero en estudiar el efecto individual de los componentes del beneficio, identificando el impacto separado de flujos de caja operativos, capital circulante operativo y otros ingresos y gastos que no forman parte de los recursos generados. Separando los flujos de caja del resto de componentes, concluye que el conocimiento de ambos refleja un contenido informativo adicional al de los beneficios tomados como una sólo cifra de cara a predecir los cambios en las cotizaciones, siendo más significativa la información sobre flujos de tesorería.

Casi simultáneamente, Judy Rayburn llega a las mismas conclusiones que Wilson, quien desagregando los beneficios en flujos de caja operativos, variaciones en partidas de circulante y amortizaciones y depreciaciones, identifica a los flujos de caja entre la información a tener en cuenta en la valoración de acciones. Así, se explican las variaciones de precios tanto por el conocimiento de los últimos flujos de tesorería registrados como por la información que permite recalcular los flujos de caja futuros (Rayburn, 1986 p. 113). No obstante, el contenido explicativo de los flujos de tesorería es similar al de las variaciones de existencias y cuentas a cobrar y a pagar.

Bowen, Burgstahler y Daley (1987) también realizan un estudio cuyos resultados sugieren que la información sobre flujos de tesorería (flujos operativos y flujos operativos más flujos de inversión) es consistente con la información reflejada en la cotización de las acciones, con información adicional a la reflejada en los beneficios (Bowen y Otros, 1987 p. 746).

En relación con lo anterior, Wilson (1987 p. 320) detecta la posible influencia en los resultados de los estudios anteriores de la situación económica de cada período analizado. Así, en épocas de crecimiento los inversores premian el aumento de stocks y de cuentas a cobrar, como señal de que la empresa se encuentra en expansión, y ello pese a que tales aumentos inicialmente reducen los flujos de tesorería operativos. En épocas de recesión, como la que corresponde a 1981 y 1982, los años de su estudio, los inversores apuestan favorablemente por empresas que reducen su inversión en circulante, con el consiguiente efecto de hacer aumentar los flujos de tesorería.

El estudio de Wilson se refieren a un período de tan sólo dos ejercicios, analizando la incidencia de la información contable en el último cuatrimestre. Bernard y Stober (1989) trataron de generalizarlo a un período de tiempo mayor; encontrándose con que la correlación entre flujos de caja y cotizaciones era altamente coyuntural, no pudiendo modelizarse su relación, ni siquiera en función de la evolución de la economía. Este problema, de todas formas, afectaría al resto de información contable publicada. Estos autores analizan también el efecto

individualizado sobre el precio de las acciones de las variaciones en existencias, clientes y proveedores. La premisa en la que se basan es que la cifra de ventas y los beneficios previsionales son conocidos o intuitivos por los analistas de valores con anterioridad a los cambios en los saldos de stocks, cuentas a cobrar y a pagar (Bernard y Stober, 1989 p. 641), de forma que un aumento en existencias, que conduce también a un aumento en proveedores, produce una corrección al alza de las previsiones de ventas, por lo que se produciría una subida de cotizaciones. En cuanto al saldo de clientes, un aumento anormal representaría un aumento en el período de cobro, probablemente debido a dificultades para alcanzar la facturación prevista. Si analizáramos la cifra global de capital circulante, ambos efectos aparecerían compensados. El estudio empírico posterior, sin embargo, tampoco demostró la existencia de relaciones duraderas en los términos de tales hipótesis, o lo que es lo mismo, el aumento en flujos de tesorería operativos era un dato interpretado positivamente para unas empresas y negativamente para otras.

En el mismo año, Board y Day (1989), estudian la asociación entre información contable y cotizaciones en el Reino Unido, con un resultado que arroja un comportamiento superior por parte de los beneficios con respecto a los recursos generados y a las variaciones de capital circulante monetario⁹. El peor resultado

⁹ En realidad, las regresiones que trataban de explicar los rendimientos inesperados de los títulos, obtenidos a partir de los residuos del modelo de mercado de Sharpe, se construyeron sobre el resultado de dividir cada una de las variables por el valor a coste histórico del activo.

lo obtenía precisamente este último concepto, precisamente el más cercano a los flujos de tesorería operativos. Las conclusiones no variaron al incorporar como nueva variable de la regresión la variación en el índice general de precios, lo que implica que los analistas de valores tenían en cuenta el efecto de la inflación sobre los beneficios, dado que ésta les afecta en mayor medida. El trabajo anterior fue puesto al día recientemente por Ali y Pope (1995), incorporando un modelo de regresión no lineal, así como la variación de las variables independientes junto a la cifra del beneficio del ejercicio, a efectos de determinar las variaciones inesperadas, e incorporando los valores de las variables independientes en varios ejercicios. Como conclusión, si bien se aprecia una mayor significación por parte de los flujos de tesorería operativos, ésta sigue siendo peor que los nuevos resultados obtenidos tanto por las variables de beneficio como por las de recursos generados.

Por contra, Ismail y Kim (1989) al tratar de determinar si los flujos de fondos y de tesorería añaden información a la mostrada por los beneficios para explicar el riesgo sistemático, concluyen que tanto los flujos de caja como los de capital circulante añaden información que mejora el modelo de regresión que predice el riesgo del mercado o riesgo sistemático, y que lo mejoran más los flujos de caja. La información suministrada por los beneficios refleja sólo una parte de la mostrada por los flujos de fondos y de caja. Sus conclusiones cuestionan que los beneficios actuales predigan mejor los flujos de caja futuros que

los flujos de caja actuales, dando como razones las siguientes:

- a) Los flujos de caja son mucho menos manipulables.
- b) Las decisiones de inversión se basan en estimaciones de flujos de caja (TIR. VAN, etc.).
- c) Tales flujos de caja, al ser descontados a una determinada tasa, recogen el efecto de la inflación.

Por su parte, Kinunnen y Niskanen (1990), sobre una muestra de empresas finlandesas, encuentran reacciones estadísticamente significativas para ambas variables, beneficios y flujos de tesorería- sin que los primeros aporten una información adicional.

También Charitou y Ketz (1991) demostraron que era posible construir un modelo multivariable para la explicación del valor de mercado de las empresas que incluía como variable significativa y directamente relacionada con las cotizaciones a los flujos de tesorería operativos, una vez restadas las inversiones en activos funcionales, es decir, activos que generan flujos operativos.

Livnat y Zarowin (1990), sin embargo, no hallaron más explicativo que el beneficio la desagregación del mismo en flujos de tesorería operativos y variaciones de capital circulante. Sin embargo, un modelo basado exclusivamente en los componentes de

los flujos de tesorería operativos, de inversión y financiación incrementaba significativamente la capacidad explicativa de los modelos anteriores. La relación (directa) más significativa se establecía entre los cambios de cotización no esperados y los flujos operativos. También resultaban significativos y del mismo signo las emisiones de deuda y los pagos de dividendos. No ocurrió lo mismo con los diversos componentes en que fueron divididos los flujos de inversión.

Patricia Dechow (1994) se ocupa nuevamente de comparar la utilidad de beneficios y flujos de tesorería en relación con su capacidad para predecir el valor de mercado de la empresa. Sus resultados avalan la superioridad que se deriva de la aplicación de los principios de devengo y correlación de ingresos y gastos, principalmente cuanto más corto sea el período de análisis, esto es, al incrementarse el intervalo al que se refieren crece la asociación entre beneficios y flujos de tesorería operativos. Asimismo, a mayor variabilidad de la cifra de capital circulante y en las actividades de inversión y financiación, más mejoran los beneficios su estimación de las cotizaciones con respecto a los flujos de tesorería. Lo anterior tiene que ver con la duración del período de maduración, cuya relación es inversa con la asociación entre flujos de tesorería y beneficios.

Recientemente, Garrod y Hadi (1995) se ocuparon también de testar la capacidad predictiva de los cambios de cotización inesperados en base a flujos de tesorería por acción, comparándola con diversos modelos de regresión basados en flujos

de caja, beneficios y beneficios por acción, respectivamente. Los resultados obtenidos por aquéllos no mejoran los de ninguno de éstos últimos.

En España, Ansón y Pina (1994) no encuentran significativas las variaciones de los flujos de caja operativos y de los recursos procedentes de las operaciones o variaciones operativas de capital circulante al explicar la rentabilidad de las acciones. Sí resultan significativos, por este orden, las variaciones de los recursos generados (beneficios más amortizaciones) y las de los propios beneficios. Un estudio posterior de estos autores (Ansón y Pina, 1995), sobre una base plurianual, de nuevo pone de manifiesto la superioridad de los recursos generados sobre el beneficio.

La utilización en la mayoría de los trabajos anteriormente citados de modelos de regresión lineales es una de las razones que argumenta Ashiq Ali (1994 p. 71) para justificar la falta de consistencia en sus resultados. Así, al utilizar un modelo no lineal que tiene en cuenta las variaciones en valor absoluto de beneficios, flujos de capital circulante operativos y flujos de tesorería operativos se observa que éstos últimos obtienen sus peores resultados cuando la muestra incluye empresas que experimentan a lo largo del tiempo mayores oscilaciones en el valor de dicha variable.

Los estudios anteriores tratan de confirmar la hipótesis de que beneficios y flujos operativos se relacionan directamente con las ganancias de los accionistas en el mercado de capitales. Pero se dan casos en que la relación puede ser inversa para el beneficio y no para los flujos operativos: un aumento del beneficio asociado a una disminución en la cotización de las acciones pondría en cuestión la bondad de aquél. Lo que no está tan claro es el signo que deben tomar los flujos operativos. Andreas Charitou y Tasos Falas (1995) presentaron recientemente un estudio empírico sobre la relación entre estas tres variables cuando beneficios y flujos de tesorería operativos difieren en su signo, es decir, ofrecen señales contradictorias de cara a la predicción de resultados futuros. Ya hemos analizado en páginas anteriores posibles causas para que se dé tal situación en un ejercicio dado. Las mismas se pueden resumir en el efecto de la manipulación de beneficios, cambios bruscos en el volumen de las actividades de la empresa y modificaciones de los parámetros que determinan el período medio de maduración. Pues bien, las conclusiones del trabajo citado indican que en el supuesto de resultados positivos y flujos de caja negativos estos últimos muestran una mayor asociación con la evolución de las cotizaciones.

Las contradicciones en que incurren los trabajos anteriores constituyen, quizás, la crítica más contundente que puede hacerse de los mismos. De hecho, la asociación entre los beneficios de una empresa y las variaciones en su valor de mercado implica que las variaciones de valor de los activos valorados a coste

histórico predican tales variaciones de valor de mercado, lo cual dista de ser cierto. Esta es la razón por la que Lawson (1992a p. 33) afirma que tales estudios "... añaden poco a un verdadero conocimiento de las consecuencias económicas de los datos contables".

5.2 Predicciones de Flujos de Tesorería Futuros

Una aproximación diferente a la de los estudios citados, que prescinde del modelo de rentabilidad del accionista basado en la hipótesis de un mercado eficiente, consiste en sustituir dicho dato por un modelo autorregresivo en el que los últimos datos de flujos de tesorería se comparan con los estimados a partir de variables de ejercicios anteriores.

Bowen, Burgsthaler y Daley (1986 p. 722), además de testar la correlación existente entre beneficios, recursos generados y flujos de caja operativos, realizaron una comparación de los errores de predicción de tales variables¹⁰ tomando los datos de uno y de dos períodos anteriores. La media de errores de la predicción de flujos de tesorería en base a recursos generados de años pasados resultó significativamente menor que la obtenida al tomar como variable independiente los flujos de tesorería operativos.

¹⁰ Para la medida de los recursos generados se disponía de dos alternativas: beneficios más amortizaciones y variaciones de capital circulante operativo.

El mismo estudio desarrollado en el Reino Unido por Arnold, Clubb, Manson y Wearing (1991), corrobora los resultados al concluir que, por encima del beneficio, los flujos de capital circulante operativo eran los mejores predictores de los flujos de caja operativos, si bien, también detectan una elevada correlación entre beneficios y flujos de capital circulante operativos (Arnold y Otros, 1991 p. 17).

Los australianos Percy y Stokes (1992) obtienen las mismas conclusiones sobre empresas cotizadas en la Bolsa de Sidney, encontrando los peores resultados de predicción en base a flujos de caja de ejercicios anteriores para el sector de ingeniería pesada y los mejores, para el sector detallista (Percy y Stokes, 1992 p. 39).

Catherine Finger (1994) realiza un análisis comparativo de la capacidad predictiva en un horizonte de ocho años, de flujos de caja futuros en base a beneficios y a flujos de tesorería operativos actuales. Concluye esta investigadora que los beneficios actuales son mejores predictores cuanto mayor sea el plazo de predicción (Finger, 1994 p. 211).

En nuestro país, Gabás y Apellániz (1994) encuentran en las variaciones de capital circulante operativo, seguido de los beneficios, al mejor predictor de los futuros flujos de caja operativos, como prueba del mayor contenido informativo de las variaciones en partidas de circulante frente a los flujos de caja operativos históricos. La singularidad de su trabajo consiste en

testar el contenido informativo adicional de los beneficios frente a los flujos de tesorería operativos, y no al contrario, dado que el concepto de aquéllos incluye y amplía la información de flujos de caja (Gabás y Apellániz, 1994 p. 108).

Por su parte Larrán (1995b) realiza un estudio de la capacidad predictiva del signo de la variación de los flujos de caja operativos en base al desglose de los flujos de ingresos y gastos en flujos de caja, amortizaciones y provisiones, y variaciones de capital circulante, separando para ello el efecto del crecimiento de las ventas, el margen y las variaciones en el período medio de maduración. Dicho desglose mejora la capacidad predictiva del análisis discriminante realizado en base a un modelo de regresión logístico. Dicha mejora se centra fundamentalmente en el desglose de las variaciones de las partidas de capital circulante (Larrán, 1995b p. 34).

El trabajo de Lorek, Schaefer y Willinger (1993 p. 162), sin embargo, pone en cuestión el empleo de modelos de predicción multivariantes <<cross-section>>¹¹, obteniendo mejores resultados para flujos de tesorería a partir de modelos univariantes que recojan el efecto de la estacionalidad, autorregresivos, integrados y de medias móviles (ARIMA), si bien, ello no permitió resultados consistentes en cuanto a la asociación con la remuneración de mercado de los accionistas. Lo más importante, no

¹¹ Estos autores resaltan las limitaciones de un modelo de corte transversal que haga uso de flujos de caja operativos, dado que no puede asegurarse la estabilidad de los coeficientes para empresas con diferentes períodos de maduración.

obstante, es destacar el comportamiento diferente de la serie temporal de flujos de tesorería operativos, no así la de los flujos de capital circulante operativos, que se asemeja a la serie de beneficios. Teniendo en cuenta dicho comportamiento, sería teóricamente posible construir modelos multivariables mejores de los usados hasta el momento.

De todo lo anterior se vuelve a concluir que la información sobre flujos de tesorería, ni siquiera referida exclusivamente a flujos de tesorería operativos o a flujos operativos y de inversión, no puede equivaler al análisis del beneficio. En palabras de Lee (1992 p. 35), "el análisis del cash flow es mucho más que comparar el nivel de beneficios con los flujos de caja operativos". Implicaría pensar que existe una relación estable interperíodos y eso llevaría a afirmar que los flujos de caja se someten a los mismos criterios de imputación temporal.

Por su parte, Egginton (1984 p. 103), citado por Donleavy (1994 p. 220), alerta sobre la utilidad de la información plurianual de flujos de tesorería como forma de hacerlos sustitutos de los resultados: "Tal consideración (...) ignoraría el hecho de que la periodificación es crucial para la información contable; la interpretación de las cifras de este ejercicio no puede esperar a los resultados del próximo año (sic)".

6. Equilibrio entre Categorías de Flujos

Más allá del empleo de los datos que individualmente puedan tomarse de un estado de flujos -singularmente se ha escrutado activamente la utilidad de los flujos operativos- nos interesa profundizar en la aportación informativa que se deriva del estudio de los equilibrios que se establecen entre las diferentes categorías de flujos, clasificadas según el criterio del tipo de actividad o de las operaciones. La sospecha de que dicho análisis resulta relevante sólo ha sido testada recientemente¹². Así, Barlev y Livnat (1990), utilizando ratios basados en cocientes de flujos de capital circulante para comparar su capacidad predictiva de las cotizaciones frente a ratios contruidos en base al Balance y a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, obtienen mejores resultados para los modelos de regresión que incluían ratios de flujos de capital circulante.

El análisis del equilibrio que debe producirse entre los diversos flujos por operaciones se identifica tanto con el objetivo de rentabilidad como con el de la solvencia. Así, por ejemplo, Chevalier y Richoux (1989 p. 795) citan entre las razones para justificar la mayor utilidad del estudio de los flujos su capacidad para evaluar el crecimiento sostenible de una firma al relacionar el crecimiento de las inversiones con los flujos operativos. En cuanto al análisis del equilibrio

¹² Colin Clubb (1995) introduce los flujos de inversión y financiación en el estudio de la predicción de variaciones inesperadas en el precio de las acciones, sin que mejoren el contenido informativo de los beneficios, pero no se establece ninguna relación entre flujos por operaciones.

financiero, en palabras de Emmanuel (1988 p. 27), "desde el punto de vista del prestamista, el cash flow clasificado por operaciones es una herramienta útil para conocer las razones por las que la empresa solicita el préstamo y para verificar que las razones esgrimidas coinciden con aquéllas".

6.1 Criterios para el Estudio del Equilibrio Entre Flujos

Para el estudio de las decisiones de inversión y financiación tomadas por la empresa parece no ser adecuado ceñirnos al análisis de los flujos de un único ejercicio. Las compras de inmovilizado, las operaciones de captación de capitales permanentes o a largo plazo repercuten sobre más de un año. El estudio del ciclo de capital por medio de un estado de circulación financiera demanda, por tanto, la disponibilidad de datos que se remonten a un horizonte de, al menos, cuatro o cinco ejercicios (Bernstein, 1993 p. 589). Los estados de flujos multiperíodo, además, permiten disipar el peligro de manipulación debido al efecto de la anticipación o el diferimiento de transacciones comerciales al cierre del ejercicio.

Dadas las características de los flujos recogidos en este estado, referido no sólo a cobros y pagos por las operaciones corrientes del período, sino también al reflejo de decisiones de inversión y financiación que en muchos casos pueden tener repercusión sobre varios ejercicios posteriores, puede no bastar comparar los flujos de un período con los del ejercicio

precedente, e incluso puede carecer de sentido dicha comparación. En suma, sólo para los flujos operativos y para las operaciones de inversión y financiación originalmente de corto plazo tendrá sentido examinar las variaciones interperíodo en su serie temporal. Para los flujos de inversión y financiación de carácter permanente lo que interesa es explicar el por qué de tales flujos, analizando la posible repercusión sobre los flujos de caja futuros.

Lo anterior nos permitirá comprobar si en la evolución de los ejercicios anteriores se da una relación más o menos estable entre las inversiones efectuadas y las operaciones de financiación, o si, por el contrario, existe una tendencia hacia el desequilibrio o hacia una menor flexibilidad financiera (Massons, 1987 p. 126).

Otro detalle a tener en cuenta es no desagregar excesivamente los flujos que se trata de representar. Este es el sentido de la distinción que hace el FASB entre flujos operativos, de inversión y de financiación.

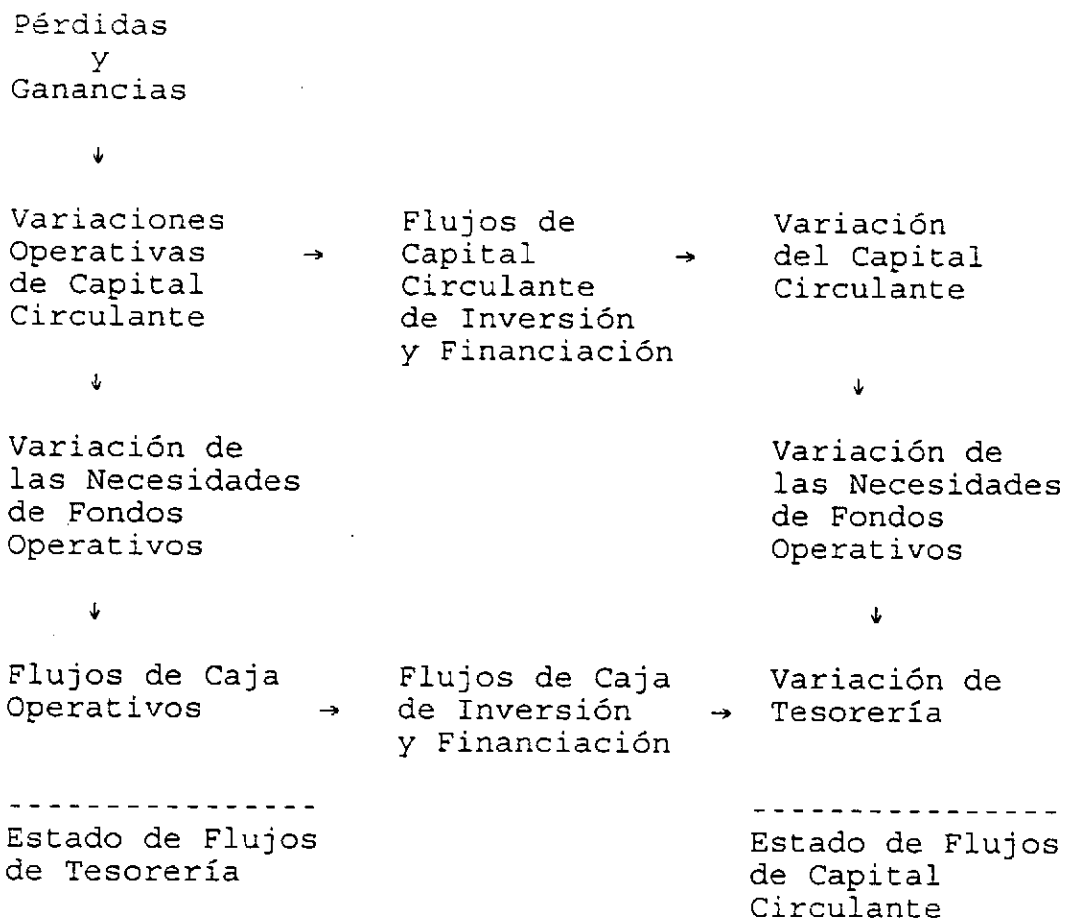
El análisis de la relación entre las diversas variables que componen un estado de flujos puede presentar diferentes versiones, las cuales tienen que ver, en primer lugar, con el enfoque o definición de la variable flujo a que se refiere el estado, para lo cual podemos seguir distinguiendo dos grandes grupos en torno a los conceptos de capital circulante y tesorería.

Stephens y Govindarajan (1990 p. 244) se muestran a favor de una correcta distinción entre flujos económicos y financieros a efectos interpretar el estado de cash-flow. Podríamos tratar de aplicar el mismo principio a un estado de variaciones del capital circulante. Otra orientación podría ser distinguir entre inversiones y retornos de las inversiones.

Por último, también resulta común enfrentar los diversos flujos por operaciones según reflejen fondos de inversión o de financiación. En este caso, con respecto al criterio anterior, la diferencia obedece más bien a la forma de desglosar los flujos por operaciones.

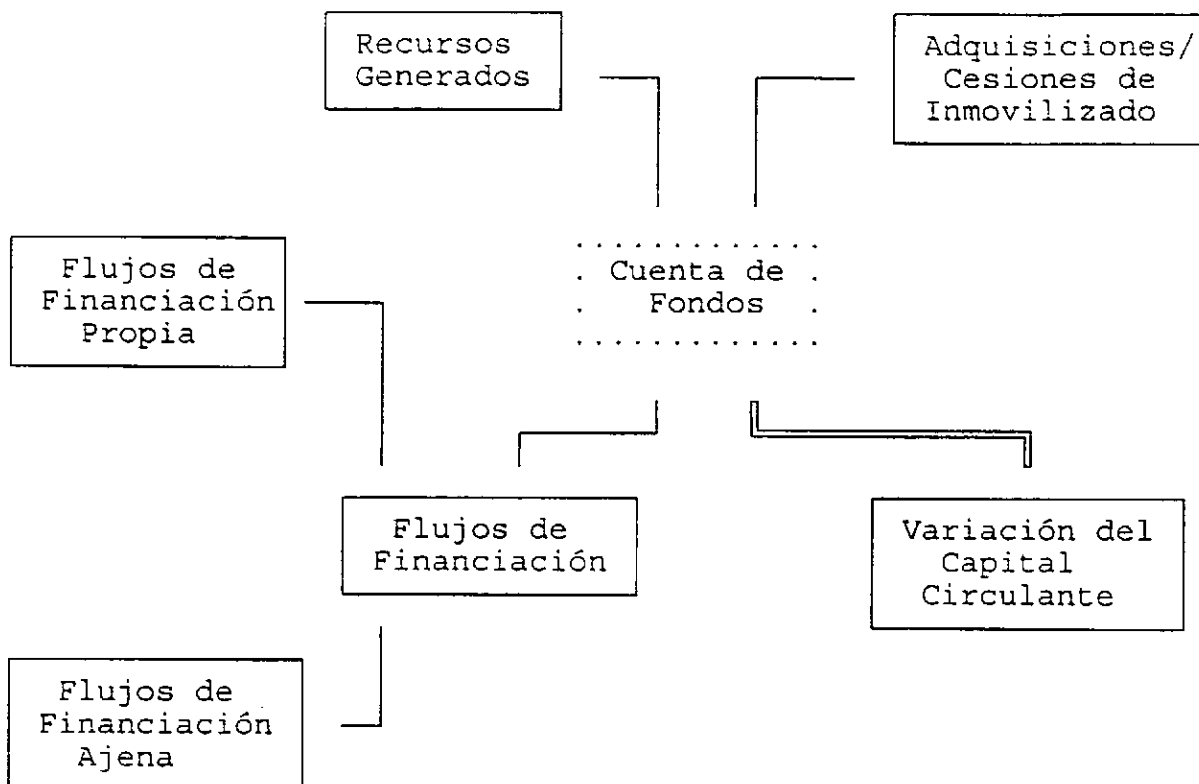
6.2 Equilibrio de Flujos en un Estado de Variaciones de Capital Circulante y en un Estado de Flujos de Tesorería

El análisis de un estado de variaciones de capital circulante se basa en estudiar si las diferentes decisiones de inversión y de financiación nos acercan o nos alejan de una cifra óptima o necesaria del capital circulante. Si partimos de un estado de flujos de tesorería, en cambio, será primer objeto de estudio el volumen de flujos de tesorería operativos. Siguiendo el esquema de Rozsa (1991 p. 77), se tendría:



En términos gráficos, el análisis de la relación entre los diferentes flujos de capital circulante podría basarse en el esquema que figura en la página siguiente.¹³

¹³El gráfico constituye una adaptación del propuesto por el profesor García Martín (1990, p. 812).

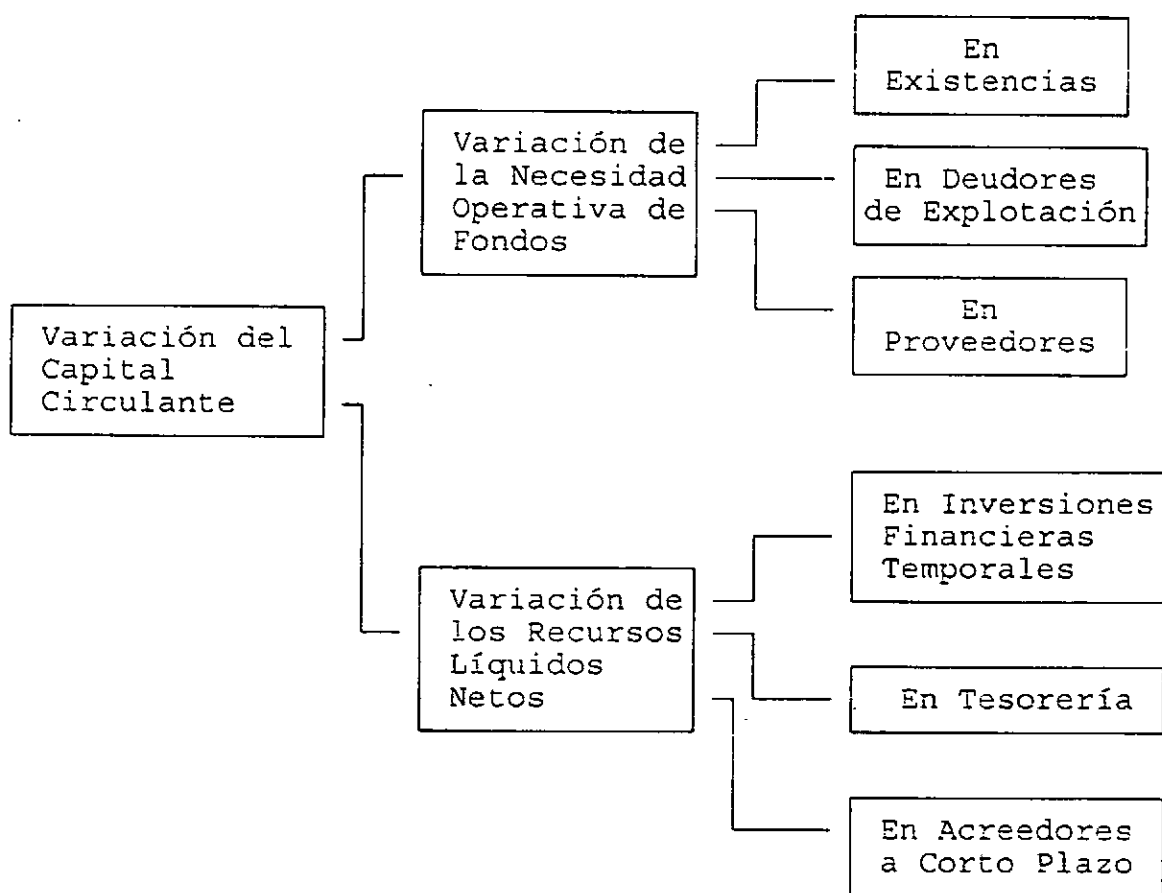


El análisis deberá iniciarse por la variación de las diferentes partidas de capital circulante, siempre con referencia a la inversión que resulte necesaria de acuerdo con los niveles de actividad de la empresa y los condicionantes que en cada tipo de empresa imponga la duración de su ciclo de explotación.

Una vez determinado el signo y el importe de la variación del capital circulante, los recursos generados y los flujos de financiación externa deben financiar tanto las necesidades de circulante como las inversiones en inmovilizado que hayan sido programadas, pero sin comprometer la solvencia futura de la firma.

Del esquema anterior hemos de destacar, por tanto, la necesidad de separar los flujos relacionados con el ciclo de explotación de los que se refieren a decisiones de inversión y financiación a más largo plazo, las cuales determinan las decisiones estratégicas de la empresa.

El análisis desglosado de las variaciones de capital circulante debe distinguir, por tanto, las variaciones en los fondos operativos necesarios de las que afecten a los recursos líquidos netos. En la figura siguiente se recuerdan los componentes de uno y otro:



El concepto de capital circulante necesario se refiere exclusivamente a las necesidades operativas de fondos. Es la variación de los componentes de dicha partida, por tanto, la que interesa de cara al equilibrio de flujos de capital circulante.

La inclusión de los acreedores a corto plazo entre los recursos líquidos netos (pasivo bancario con vencimiento a corto plazo, ajeno a la explotación) responde a un concepto de capital circulante basado en un criterio temporal.

La variación de las necesidades operativas de fondos dependen tanto del nivel de actividad de la empresa como de la evolución en la rotación del capital circulante. Larrán (1995a p. 23), desarrollando las ideas previas de García Martín (1987 pp. 49-59), denomina a estos dos factores respectivamente efecto crecimiento y variación en la gestión del capital circulante.

Así, se tendría que la variación de existencias de mercaderías:

$$\Delta EX = EX1 - EX0$$

se desglosaría en:

$$\Delta EX = [(C2-C1)/C1]EX1 + [EX2/C2 - EX1/C1]C2$$

siendo:

EXi: Saldo de existencias de mercaderías al cierre del ejercicio "i".

Ci: Consumo de existencias de mercaderías en el ejercicio "i".

El primer sumando recoge el efecto del aumento de los consumos, directamente relacionado con las ventas. El segundo sumando depende de la comparación de la rotación de los stocks.

En una empresa con ciclo de transformación el análisis de la variación de existencias se complica, dado que debemos distinguir entre materias primas, productos en curso y terminados. Simplificadamente, se podrían analizar globalmente, sustituyendo en la expresión anterior consumos por ventas.

Para analizar la variación de clientes, se tendría:

$$\Delta CL = [(V2-V1)/V1]CL1 + [CL2/V2 - CL1/V1]V2$$

siendo:

CLi: Saldo de clientes al cierre del ejercicio "i".

Vi: Ventas en el ejercicio "i".

En cuanto a la variación de los proveedores:

$$\Delta PR = [(P2-P1)/P1] PR1 + [PR2/P2 - PR1/P1] P2$$

siendo:

PRi: Saldo de proveedores al cierre del ejercicio "i".

Pi: Compras en el ejercicio "i".

De esta forma se puede limitar la comparación entre capital circulante real y necesario a la evolución de las rotaciones en términos de su maximización hasta donde técnica y financieramente sea posible.

Ahora bien, sólo internamente se podrá realizar este tipo de análisis. Desde fuera de la empresa nos limitaríamos a efectuar comparaciones con la media del sector, pero no se podrá determinar cuál es el capital circulante necesario mínimo o ideal hacia el que tiene que orientarse la empresa. Se debe además excluir del análisis a los recursos líquidos netos, con lo que, a estos efectos, la cifra global de la variación del capital circulante carece de utilidad.

La relación entre recursos generados y variación de las necesidades operativas de fondos indica, por tanto, hasta qué punto la empresa se financia internamente, sin acudir a desinversiones de inmovilizado ni a la captación de fondos

externos.

En un estado de flujos de tesorería ya no se presenta el objetivo o la restricción de analizar un determinado saldo final de tesorería, sino que debemos limitarnos a relacionar los diferentes cobros y pagos por operaciones. No es extraño, pues, que dicha clasificación se haya desarrollado plenamente bajo este enfoque, dado que permite obviar la división entre flujos del ciclo de explotación y flujos del ciclo de largo plazo inherente a un estado de variaciones de capital circulante. El análisis de las rotaciones de circulante, por tanto, sería una fase anterior explicativa de la evolución de los flujos de tesorería operativos. Para ello nos podríamos valer de una expresión deducida anteriormente:

$$CF(t+1) = VTAS(t) \cdot [(1+g)^{1-pc} - (1-m) \cdot (1+g)^{1-pp-pv}] - OGE(t+1)$$

Es decir, el análisis de los flujos de tesorería operativos debe ser descompuesto en los factores siguientes:

- Ventas del período precedente [VTAS(t)]
- Tasa de crecimiento de las ventas [g]
- Margen bruto por unidad monetaria vendida [m]
- Período medio de maduración [pv+pc-pp]
- Otros gastos de explotación del período [OGE(t+1)]

Existe una relación directa entre las ventas y los flujos de tesorería operativos. También se da dicha relación con el margen

bruto. Ocurre lo contrario con los gastos de explotación no incluidos en el margen bruto o de aprovisionamiento. En cuanto al período medio de maduración, tomado globalmente, se relaciona inversamente con la generación interna de liquidez. Analizando cada subperíodo, se relaciona en tal sentido con los aplazamientos en el cobro, pero directamente con los aplazamientos de pago.

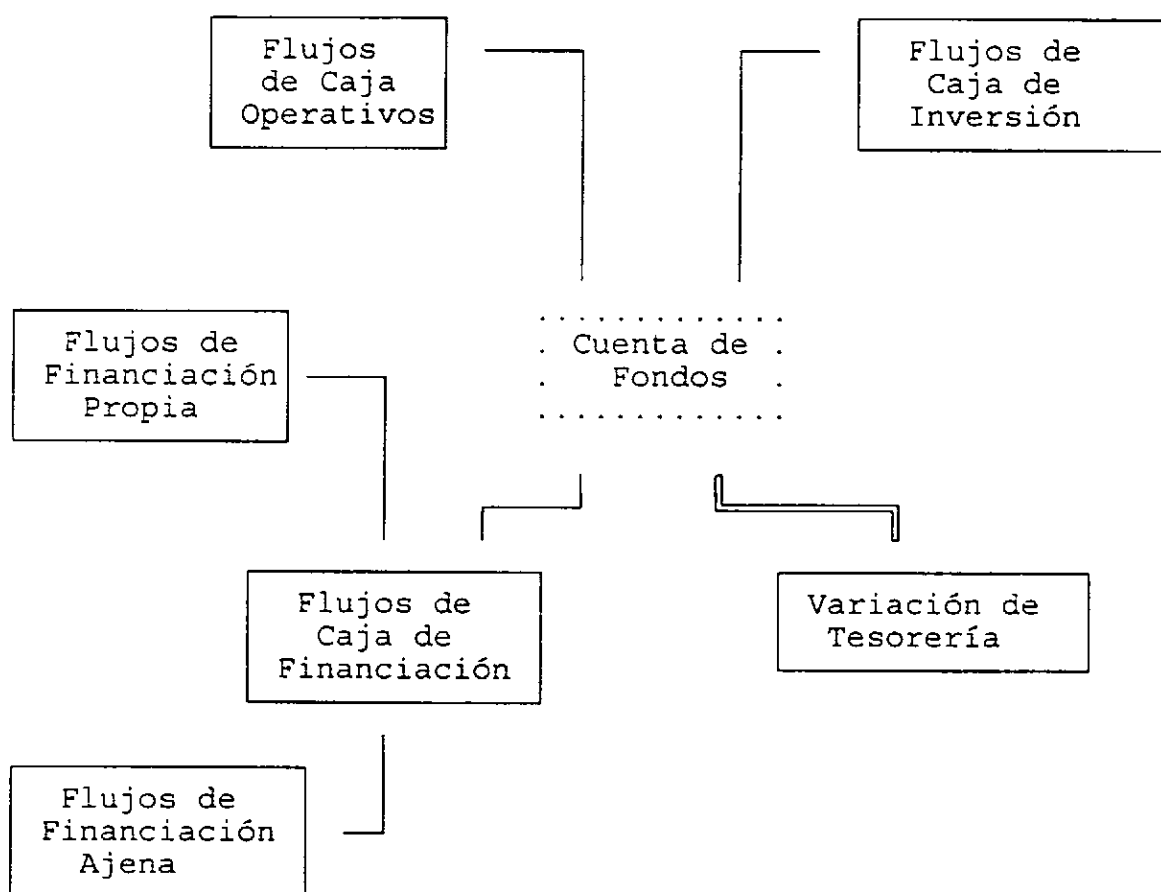
Dado un determinado saldo de existencias, clientes y proveedores, Haskins, Higgs y Ketz (1987 p. 42-43) proponen un ratio, denominado CIN <<Cash Improvement Number>> determinado por cociente entre el saldo de la correspondiente partida de circulante y su período medio de venta, de cobro o de pago, con el fin de determinar el impacto sobre los flujos operativos de un aumento o una reducción en tales períodos.

En cuanto a la tasa de variación de las ventas, su efecto no es consistente; tiende a incrementar los flujos de caja operativos cuanto menor sea el período medio de maduración y cuanto mayor sea el margen, pero existirá un punto a partir del cual el fuerte crecimiento de las ventas llegue a generar caídas en los flujos de tesorería operativos (Hartley, 1990 p.18).

De lo anterior se deduce que un determinado volumen de flujos de caja operativos puede tener múltiples explicaciones y lo mismo sucede con la variación que pueda experimentar dicha partida. Es el análisis individualizado de tales factores el que permite evaluar la situación y la marcha de la empresa. Para

ello se debe contar necesariamente con la información que figura en otros estados contables.

Hechas las consideraciones anteriores sobre el análisis de los flujos operativos, el estado de flujos por operaciones permite analizar el equilibrio entre las decisiones de inversión y financiación, para lo cual podemos utilizar el siguiente gráfico:



6.3 Flujos Económicos y Flujos Financieros

Una clasificación por operaciones de un estado de flujos admite una fácil reordenación en base a un criterio que distinga entre flujos económicos y financieros, por otra parte, coherente con las clasificaciones habituales de la cuenta de Pérdidas y Ganancias. La base para esta ordenación estaría, por tanto, relacionada con el estudio de los equilibrios económico y financiero de la empresa.

Tanto los flujos operativos, sin incluir intereses, como los debidos a actividades de inversión se corresponderían en principio con la primera clase de flujos. En cuanto a los flujos de actividades de inversión, deberemos distinguir, no obstante, entre inversiones funcionales y extrafuncionales. Las primeras son generadoras de flujos operativos, mientras que los retornos de las segundas tienen carácter financiero. Por lo que respecta a los flujos de financiación, son el producto de decisiones correspondientes al ámbito del análisis financiero. Dependiendo del enfoque del estado de flujos se tendría:

	Flujos Economicos	Flujos Financieros
Estado de Variaciones de Capital Circulante	<ul style="list-style-type: none">* Recursos generados* Variación en las necesidades operativas de fondos* Adquisiciones/cesiones de inmovilizado funcional	<ul style="list-style-type: none">* Flujos de Financiación externa* Variación en los recursos líquidos netos* Adquisiciones/cesiones de inmovilizado extrafuncional
Estado de Flujos de Tesorería	<ul style="list-style-type: none">* Flujos de caja operativos* Flujos de inversión funcional	<ul style="list-style-type: none">* Flujos de financiación* Flujos de inversión extrafuncional

Se observa cómo, de nuevo, bajo este criterio el capital circulante global aparece separado en dos conceptos diferentes. En un estado de flujos de tesorería los flujos de caja operativos ya incluyen la variación en las necesidades operativas de fondos.

Tomados de forma separada, los flujos económicos constituyen variables relevantes para el equilibrio económico. Lo mismo se puede decir de los flujos financieros en referencia al análisis del equilibrio financiero o solvencia. Ahora bien, las deudas se pagan con flujos operativos positivos y las decisiones de financiación pueden afectar al reparto de la riqueza entre accionistas y acreedores. En este sentido, la aportación de un estado de flujos multiperíodo consistiría en separar las series de aportaciones y de los retornos de ambos, los cuales se relacionarían con los flujos económicos globales.

En esta vía se sitúa la aportación de Lawson (1971a; 1991 p. 37), que pretende separar los flujos correspondientes a la empresa de los flujos de accionistas y prestamistas. Ello supondría incluir entre estos últimos tanto los pagos de dividendos como los de intereses, los cuales no figurarían entre los flujos operativos. De esta forma, el valor de mercado de la firma se obtiene por dos vías:

- 1°) Por la actualización de los flujos operativos, sin incluir intereses, y de los flujos de inversión, netos de impuestos.¹⁴
- 2°) Por la actualización de los flujos con accionistas y prestamistas (intereses, dividendos, variación de deudas y variación en las aportaciones de capital).

Por otra parte, de la comparación en un período de tiempo lo suficientemente largo entre los flujos económicos menos los intereses y los pagos por dividendos se puede estudiar en qué medida éstos últimos están siendo financiados o no con nuevas aportaciones externas.

En la versión de Lawson (1992b p. 76), separando los flujos de tesorería operativos (antes de intereses) y de inversión, de los flujos de accionistas y acreedores, se tendrían las siguientes relaciones:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Flujos de} & & \text{Flujos de} & & \text{Flujos de} \\ \text{la Entidad} & & \text{Accionistas} & & \text{Acreedores} \\ \hline \text{FCO} - \text{Inv} & = & (\text{Div} - \text{Amp}) & + & (\text{Int} - \Delta D) \end{array}$$

¹⁴ Todas las inversiones financieras, incluida la variación de los saldos de tesorería quedaría incluida, en este caso, entre los flujos de inversión.

donde:

FCO: Flujos operativos (sin incluir intereses)
Inv: Flujos netos de inversión
Div: Dividendos
Amp: Aportaciones netas de accionistas
Int: Intereses de deudas
ΔD: Variación neta de deudas

	<u>Flujos de la Entidad</u>	<u>Flujos de Accionistas</u>	<u>Flujos de Acreedores</u>
Caso 1:	+	+	+
Caso 2:	+	+	-
Caso 3:	+	-	+
Caso 4:	-	-	-
Caso 5:	-	-	+
Caso 6:	-	+	-

En el caso 1, el exceso de flujos operativos sobre inversiones permite el reparto de dividendos así como el pago de intereses y, en su caso, la devolución de préstamos y créditos. Dicha situación es estable salvo que las inversiones sean insuficientes como para mantener el flujo de cobros netos operativos. No parece que en este caso tenga lógica una ampliación de capital, la cual financiaría parcialmente el pago de dividendos. En el caso de que tuviera lugar una captación neta de fondos ajenos, aun inferior al flujo de intereses, tales recursos deberían tener por objeto la financiación de nuevas inversiones rentables, es decir, que incrementen los flujos operativos, para así compensar al menos el posterior aumento de intereses. En caso contrario, no tendría sentido repartir

dividendos. Ahora bien, las más de las veces los dividendos se convierten prácticamente en una remuneración fija, la cual puede verse insuficientemente financiada con flujos operativos, debiendo ser complementado dicho déficit con financiación ajena. Al respecto, Denis (1994 p. 567-568) se encuentra con la paradoja de que en empresas cuyo valor de mercado es inferior a su valor neto contable (ratio Q) un aumento de las inversiones corría parejo a aumentos en el flujo de dividendos.

En cuanto al caso número 2, vale lo dicho en las líneas centrales del párrafo anterior, dado que la única diferencia con respecto a lo comentado estriba en que la variación neta de deudas es ahora mayor que el flujo de intereses.

En los casos 3, 4 y 5 los accionistas son contribuyentes netos, por lo que financiarían sus propios dividendos, si tuviera lugar reparto alguno de los mismos. El caso número 3 refleja bien una insuficiencia de flujos económicos, bien una sustitución de deudas por capital, sustitución que debe venir justificada por la búsqueda de la mayor rentabilidad para el accionista. En el caso número 4, el signo negativo de los flujos económicos puede deberse tanto a una cifra baja o incluso negativa de flujos operativos como a una inversión elevada, precisándose en cualquier circunstancia una contribución neta tanto de accionistas como de acreedores. Por lo que respecta al caso número 5, unas inversiones elevadas a la par que una reducción de las aportaciones de acreedores no parece tener sentido. Esta situación puede deberse, por tanto, a un excesivo peso de los

gastos financieros, los cuales detraen fondos de los accionistas. Por último, en el caso 6 ocurre lo mismo pero con los accionistas, que se llevan parte de los fondos aportados por los acreedores.

Se constata de lo anterior que resulta errónea la evaluación de la capacidad para el pago de dividendos en base a beneficios históricos, los cuales serán generalmente mayores que los flujos de tesorería de la entidad en una empresa cuya cifra de ventas tiende a crecer, dado que así lo hará también su capital circulante y el valor neto de su inmovilizado (Lawson y Chong, 1992 pp. 115,121). Esto significa que la empresa puede terminar por repartir un dividendo superior a su capacidad de generación de tesorería repartible. Lo anterior no tiene en cuenta la parte de flujos de tesorería de la entidad que salen de la empresa vía impuestos. Dado que éstos se determinan a partir del beneficio a coste histórico, la proporción de tesorería abonada a Hacienda será superior para las empresas con mayores inversiones en capital circulante (Lawson 1992c p. 211), teniendo en cuenta, además, los mecanismos de deducción que amparan a las inversiones en activo fijo.

6.4 Flujos de Fuentes de Financiación y Empleos o Inversiones

De cara al análisis de la solvencia, nos encontramos con que la distinción entre flujos económicos y financieros carece de utilidad, dado que la capacidad para el reembolso de las deudas

depende del equilibrio entre las inversiones y las fuentes de financiación, ya sean internas o externas.

A efectos de estudiar las relaciones de equilibrio entre las diversas categorías de flujos por operaciones, otra división atendería a la separación de los orígenes o fuentes de financiación, por un lado, de las inversiones o destino de tales recursos, por otro.

En un estado de variaciones del capital circulante, las fuentes de financiación se clasifican en autogeneradas y externas, ya sean de accionistas o de acreedores. En cuanto a las inversiones, se materializan en unas determinadas necesidades operativas de fondos y en adquisiciones netas de inmovilizado, así como en inversiones financieras temporales y en tesorería.

En un estado de flujos de tesorería clasificado por operaciones, las fuentes de financiación se refieren a flujos de actividades de financiación y a flujos operativos, mientras que su contrapartida sería los flujos de actividades de inversión. A modo de resumen, procedería la siguiente clasificación:

	Fuentes de Financiación	Empleos o Inversiones
Estado de Variaciones de Capital Circulante	<ul style="list-style-type: none"> * Recursos generados * Flujos de Financiación Externa (a C/P y a L/P) 	<ul style="list-style-type: none"> * Variación en las necesidades operativas de fondos * Inversiones financieras temporales * Adquisiciones/cesiones de inmovilizado * Variación de tesorería
Estado de Flujos de Tesorería	<ul style="list-style-type: none"> * Flujos de caja operativos * Flujos de financiación 	<ul style="list-style-type: none"> * Flujos de inversión

En términos de variaciones de capital circulante, los recursos generados financian la variación de las necesidades operativas de fondos, así como las inversiones productivas. La empresa también puede hacer uso de fondos externos, pero siempre que pueda detraerse de los recursos generados la remuneración exigida por accionistas y prestamistas en términos de volumen y periodicidad o tiempo, sin que se produzca un déficit de financiación del circulante y de las inversiones en el inmovilizado funcional. Bajo tales argumentos, las inversiones financieras temporales y las variaciones de saldos de tesorería tienen un carácter residual, sirviendo para colocar excedentes de liquidez. Lo anterior se resume en la siguiente expresión:

$$RPO + Ffin = \Delta NOF + Finv$$

donde:

RPO: Recursos Generados

Ffin: Fuentes de financiación externa

ΔNOF: Variación en las necesidades operativas de fondos
Finv: Inversiones en inmovilizado

Si nos referimos a un estado de flujos de tesorería, las variaciones del capital circulante necesario aparecen ya compensadas en el cálculo de los flujos de tesorería operativos, lo cual implica, paradójicamente, una visión más sintética. En términos acumulados, es decir, analizando más de un ejercicio, los flujos de tesorería operativos deben ser positivos, alcanzando una cifra que permita financiar el mantenimiento o el crecimiento de las actividades. En cuanto a los flujos por actividades de financiación, se relacionan con la captación de recursos externos, valiendo lo dicho en el párrafo anterior, en el sentido de que debe asegurarse la remuneración adecuada de los mismos, para lo cual resulta necesario conocer los pagos de intereses y dividendos. El equilibrio se podría enunciar así:

$$FCO + FCF = FCI$$

siendo:

FCO: Flujos de caja operativos

FCF: Flujos de caja de financiación

FCI: Flujos de caja de inversión

A medio y largo plazo, se tiene que cumplir que la tasa de rentabilidad de las nuevas inversiones sea mayor que el coste de capital de la empresa. Es decir, debe ser positivo el valor

actual de los flujos netos de caja marginales aportados por los nuevos proyectos de inversión, descontados a una tasa de rendimiento similar a la de inversiones alternativas del mismo nivel de riesgo. Ello debe traducirse necesariamente en un aumento de los flujos operativos¹⁵, calculados antes de remunerar a los proveedores de fondos externos (Rojo Ramírez, 1990 p. 165). En términos de flujos de tesorería, por ejemplo:

$$d(\text{FCO} + \text{Int})/dt > 0$$

Ahora bien, el valor de la empresa sólo se mantendrá en relación con un período inmediato anterior cuando los flujos de tesorería de explotación futuros, cubren las inversiones de mantenimiento. Ello quedaría formulado así:

$$d(\text{FCO} + \text{Int} - \text{Invm})/dt > 0$$

Si se tuviera en cuenta el impuesto sobre beneficios, habría que añadir al primer miembro de la desigualdad la economía de impuestos que hubiera reportado la deducibilidad de los intereses de la financiación ajena (Charreaux, 1984 p. 1232).

Los razonamientos anteriores se basan en que la empresa siempre encuentra colocaciones rentables tanto para los recursos que genera internamente como para las fuentes de financiación

¹⁵ Resulta muy gráfico al respecto el comentario de Ciaran Walsh (1994 p. 176), en el que compara a las empresas con cash flow negativo con los enfermos de diabetes, dado que "...sufren una perpetua hemorragia financiera".

externa a las que se decide apelar. Pero esto no tiene por qué cumplirse a lo largo del ciclo de vida del sector de actividad de una empresa.

La previsión adecuada del valor actual neto de los diferentes proyectos de inversión permitiría la toma de decisiones de financiación coherentes. La liquidez no susceptible de ser invertida debería tener por destino inversiones en sectores alternativos, bien por los propios gestores de la empresa, bien directamente por sus accionistas, que demandarán la recuperación de sus fondos ociosos.

Se deduce, no obstante, una diferente consideración de los flujos de tesorería futuros en cuanto a la probabilidad de que ocurran y en cuanto a la aleatoriedad de su importe. Así, las obligaciones de pago y, en menor medida, los derechos de cobro, nacidos de operaciones anteriores, comerciales o no, tiene un mayor grado de certidumbre que los flujos de caja procedentes de futuras operaciones corrientes, de inversión o de financiación, aunque tales flujos lleguen a coincidir en el tiempo. Es decir, los intereses a pagar en el futuro son una obligación que nace en el presente, pero que se sufraga con recursos operativos obtenidos en períodos posteriores.

La falta de anticipación de tal circunstancia puede llevar a la empresa a una situación de insolvencia, como consecuencia de carecer de la rentabilidad necesaria para generar flujos operativos con los cuales hacer frente al pago de las deudas.

Ligando la capacidad de generación de tesorería de un negocio a su ciclo de vida, se pueden establecer diferentes objetivos estratégicos para la empresa (Guyon, 1991 pp. 31-33):

a) Supervivencia a corto plazo:

La condición de supervivencia, en términos de flujos de tesorería, se alcanza cuando los flujos de caja por operaciones corrientes, en la definición del SFAS N° 95, es decir, una vez restados gastos financieros e impuesto sobre beneficios, es suficiente para financiar las inversiones de mantenimiento.

Otra forma de expresar lo mismo sería decir que el excedente de tesorería a disposición de los propietarios de la empresa es igual o mayor que cero.

Se entiende que cumpliendo dicha condición la empresa puede reembolsar sus deudas con nuevas operaciones de financiación externa, propia o ajena.

b) Mantenimiento de valor de la empresa:

Para ello es necesario remunerar mínimamente los fondos aportados, tanto por accionistas como por acreedores. Estos últimos ya tenían asegurada su remuneración contratada a través de la generación suficiente de tesorería como para abonar los

intereses de la deuda. No, en cambio, los accionistas, que precisan de un excedente mínimo para asegurarse el cobro de dividendos o para que la empresa ponga en práctica proyectos de inversión que permitan una elevación en el precio de las acciones que compense la falta de cobro de dividendos.

En caso de reparto, el excedente disponible para el abono de dividendos deberá compararse con el previsto por los inversores para el nivel de riesgo de la empresa.

Si la empresa opta por reinvertir dicho excedente, habrá que examinar las decisiones de inversión presentes y el aumento en los flujos de caja operativos de ejercicios posteriores para evaluar la bondad de las decisiones tomadas.

El aumento en el valor de las acciones debe ser el mínimo que compense la falta de cobro de dividendos. Es decir, si una empresa genera un excedente de tesorería de "x" millones de pesetas, una vez atendidos los desembolsos por inversiones de mantenimiento, los aumentos futuros en los flujos de caja operativos, también netos de inversiones de mantenimiento, descontados a la tasa de rendimiento de activos de riesgo equivalente, debe ser igual a dicho excedente para que la cotización de la empresa se mantenga en términos reales.

c) Aumento de valor de la empresa:

c-1) Mediante nuevas inversiones en el negocio de la empresa:

Una vez remunerados adecuadamente los accionistas, todo pago adicional de dividendos o toda inversión que reporte un aumento adicional en los flujos de caja operativos futuros, netos de inversiones de mantenimiento, redundará en una aumento de valor para la empresa.

c-2) Mediante diversificación:

Cuando el negocio típico de la empresa ya no aporta nuevas posibilidades de inversión rentable pero sigue siendo generadora de liquidez -vacas lecheras, en la terminología del Boston Consulting Group- los flujos de caja adicionales para el crecimiento de la empresa deben buscarse en otras actividades, lo que implica una estrategia de diversificación, teniendo en cuenta, eso sí, el mayor nivel de riesgo que implica, lo que se traduce en un aumento del coste de capital de la empresa. Se exigiría, para realizar dicho análisis, una cierta segmentación de la información sobre flujos de fondos.

Alternativamente, la empresa puede repartir sus recursos ociosos vía dividendos, es decir, se encomienda a los accionistas dicha diversificación. Este perfil se corresponde también con el de empresas susceptibles de sufrir una oferta pública de

adquisición, la cual va a poder ser financiada con el cash flow libre de la firma adquirida.¹⁵

Se pueden, por tanto, generar sinergias en la utilización de tesorería derivadas de grupos de empresas que participan en sectores con tasas de crecimiento diferentes (diferentes fases en la curva de vida del producto) o con participaciones también distintas.

Todas las hipótesis de comportamiento anteriores pasan por obtener a largo plazo una cifra positiva de flujos operativos acumulados. Ahora bien, del examen de un estado de flujos, tal y como se presenta actualmente, no es posible determinar hasta qué punto las inversiones son o no de mantenimiento, si no es por la vía de comprobar a posteriori si se han producido o no variaciones de flujos operativos en consonancia con las inversiones realizadas. En un plazo de tiempo más corto, pueden darse todas las relaciones posibles entre el signo de las diferentes categorías de flujos. Suponiendo la inversión automática de toda variación de tesorería, es decir, tomando la misma como nula, se tendría:

¹⁵Según la definición de Jensen (1986 p. 323), el cash flow libre es el excedente de tesorería que resta una vez financiados todos los proyectos que presentan valores actuales netos positivos, determinados en aplicación de una tasa de descuento equivalente al coste de capital.

<u>Caso n°:</u>	<u>FCO</u>	<u>Finv</u>	<u>Ffin</u>
1	+	+	-
2	+	-	+
3	+	-	-
4	-	+	+
5	-	+	-
6	-	-	+

El desarrollo anterior retoma las ideas expuestas por Maness y Henderson (1989 p. 23) sobre la forma de analizar sistemáticamente un estado de flujos, pero estos autores, además de compensar los flujos de inversión y financiación, parten de un concepto de fondo como capital circulante monetario. Al objeto de reducir el número de casos, las variaciones de tesorería se consideran como flujos de inversión.

El caso número 1 implicaría que la empresa emplea tanto sus flujos netos de tesorería operativos positivos como el producto de las cesiones netas de inversiones en la devolución de aportaciones a accionistas y/o a acreedores, o bien, se destinan tales fondos al pago de dividendos. De cara a futuros ejercicios, la reducción de deudas incrementaría los flujos operativos, al reducirse el pago de intereses, pero la reducción en el volumen de inversiones tendrá un efecto contrario¹⁷. En cuanto al pago

¹⁷ Al menos ésta es la creencia de los accionistas potenciales, tal y como se desprende, al menos para empresas industriales, del estudio de McConnell y Muscarella (1985 p. 416).

de dividendos, no afecta en sí mismo a los flujos operativos futuros, pero no puede mantenerse que los mismos se sufraguen con la venta de activos rentables. A largo plazo, la reducción de inversiones sólo puede seguir afectando a activos extrafuncionales, ya que de lo contrario la empresa desaparecería. La evolución posible, como vemos, podría llevarnos a cualquiera de los cinco casos siguientes.

En cuanto al caso número 2, se corresponde con las hipótesis de funcionamiento sostenido de Guyon, es decir, la empresa financia sus inversiones con flujos operativos y con aportaciones externas. El mantenimiento de dicha situación se basa en detectar inversiones funcionales o extrafuncionales rentables, es decir, que permitan seguir haciendo uso de la financiación externa, teniendo en cuenta la remuneración regular a satisfacer a los proveedores de fondos. De lo contrario, los intereses reducirán los flujos operativos y se agotará la capacidad crediticia de la empresa. Un excesivo peso de las fuentes de financiación ajena sobre los orígenes totales de fondos incrementará el riesgo de insolvencia (Lee 1982a, p. 116).

La situación a la que se refiere la tercera alternativa implica un excedente de flujos operativos que permite no aumentar la financiación externa, reducirla y/o abonar dividendos una vez financiadas las inversiones. Ello puede deberse a la corrección de la estructura financiera anterior, supuesto un exceso de endeudamiento, o a que empiece a hacerse difícil encontrar nuevas inversiones que contribuyan a incrementar el valor de la empresa,

en cuyo caso nos hallaríamos en la antesala del caso número 1.

Cuando los flujos operativos son negativos de manera persistente la viabilidad de la empresa se encuentra ciertamente comprometida. La existencia de flujos de inversión positivos denota un proceso de desinversión que redundará en una mayor caída de los flujos operativos. No parece lógico que en tales circunstancias pueda ser razonable financiarse con recursos externos, tal y como se desprende del caso número 4, lo cual contribuiría a acelerar la caída de los flujos operativos.

El caso número 5 representa una liquidación de las inversiones en cuantía suficiente como para compensar los flujos operativos negativos, sino también para reembolsar en parte a los proveedores de fondos. De todas formas, dicha situación no puede durar demasiado y aboca a la empresa a una situación sin salida.

Por último, el caso de que las fuentes de financiación externa siguieran aportando fondos tanto para cubrir los déficits de tesorería operativa como para realizar nuevas inversiones sólo se explicaría como una huída hacia adelante, en busca de que la rentabilidad de las nuevas inversiones permita volver a generar flujos de tesorería positivos. Es ésta también la típica situación que puede darse en los primeros momentos de la vida de la empresa, o de un negocio nuevo que ésta emprende, así como, en general, en los primeros pasos de una estrategia de fuerte expansión (Hoarau, 1989 p. 604).

Una evolución negativa de los flujos operativos puede, en determinados casos, corresponderse con el caso de una empresa con grandes perspectivas de éxito. Para discernir este supuesto debemos estudiar el resto de flujos en combinación con los datos del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Una empresa con una rentabilidad elevada, en un escenario de ventas en crecimiento progresivo no va a encontrar dificultades en encontrar financiación externa, y su déficit de generación de recursos operativos será cubierto con orígenes netos por operaciones de financiación. Una elevada rentabilidad debe acabar ofreciendo finalmente flujos operativos elevados.

Clyde Stickney (1993 p. 44) relaciona los signos de los diferentes flujos por operaciones con las etapas del ciclo de vida del producto. Así se tendría:

- 1º) Introducción: Caso 6 ($FCO < 0$; $F_{inv} < 0$; $F_{fin} > 0$)
- 2º) Crecimiento: Transición del Caso 6 al Caso 2
($FCO > 0$; $F_{inv} < 0$; $F_{fin} > 0$)

Se espera además que al final de esta etapa los flujos operativos comiencen a superar a los flujos de financiación.
- 3º) Madurez: Transición del Caso 2 al Caso 1
($FCO > 0$; $F_{inv} > 0$; $F_{fin} < 0$)
- 4º) Declive: Mantenimiento del equilibrio del Caso 1 con descenso continuado de los flujos operativos y de inversión, aproximándose a un valor cero.

7. Ratios para el Análisis de los Estados de Flujos

En epígrafes anteriores se ha hecho mención de la utilización de diversas variables tomadas de un estado de flujos -singularmente los flujos operativos- a efectos de analizar el equilibrio económico y financiero de una empresa. Nos ocupamos a continuación de relacionar los ratios o proporciones que se han construido en base a las relaciones entre clases o categorías de flujos y a los ratios que combinan la información del estado de flujos con datos del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

7.1 Análisis de Estructura

Para el examen de la estructura y evolución de los diferentes flujos se puede hacer uso, respectivamente de porcentajes verticales y horizontales. La separación de los flujos de tesorería en función de las actividades operativas, de inversión y financiación permite un análisis estructural de los mismos, relacionando cada epígrafe en porcentaje sobre las variaciones totales de tesorería registradas a lo largo del ejercicio. Tales variaciones deben referirse respectivamente a flujos brutos positivos y negativos. Lo anterior implicaría, al menos para los flujos de inversión y financiación, separar orígenes o cobros de aplicaciones o pagos.

El análisis de la variabilidad de la estructura o equilibrio

entre las diferentes categorías de flujos, tanto en lo que se refiere a su evolución a lo largo de varios ejercicios como en lo que respecta a la comparación con otras empresas puede ser mejorado mediante la técnica de descomposición propuesta por Baruch Lev (1978 pp. 57-73). Teniendo en cuenta los razonamientos hechos en páginas anteriores, se puede asociar una determinada relación entre flujos a la bondad de la situación y evolución de la empresa. La estabilidad en dicha situación sería también un factor a considerar.

En síntesis, el indicador de la variación en la relación entre flujos por operaciones entre dos períodos consecutivos sería:

$$I = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^2 Q_{ij} \text{ Log. } \frac{Q_{ij}}{P_{ij}}$$

Las proporciones de las diferentes categorías de flujos en relación con los orígenes/cobros y aplicaciones/pagos totales sería, para el primer período analizado:

Categoría Flujos	Orígenes/ Cobros	Aplicaciones/ Pagos
Operativos	P_{11}	P_{12}
de Inversión	P_{21}	P_{22}
de Financiación	P_{31}	P_{32}

Los diferentes Q_{ij} reflejarán las mismas proporciones, pero referidas al período siguiente.

Si lo que se desea es comparar la relación entre flujos por operaciones que se establece entre empresas diferentes a lo largo de un mismo período, el indicador a utilizar sería:

$$I = \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^2 P_{ij} \text{ Log. } \frac{P_{ij}}{S_{ij}}$$

Donde los P_{ij} se refieren a las proporciones de las diversas categorías de flujos brutos de la empresa objeto de análisis, en tanto que los S_{ij} representan esas mismas proporciones para la empresa o empresas que sirven de referencia en la comparación. La proporción media correspondiente a N empresas de referencia sería:

$$S_{ij} = \sum_{k=1}^N W_k P'_{ijk}$$

Representando W_k los orígenes/cobros o aplicaciones/pagos totales de la empresa k del conjunto de N empresas de referencia.

En una situación de estabilidad, los flujos operativos serían positivos. Pero puede darse el caso también de que sea negativo en uno o más de los períodos analizados. En este caso, el análisis de estructura no sería comparable en el tiempo ni

entre empresas. Una solución alternativa sería disponer de flujos operativos presentados según el método directo, es decir, con separación de entradas y salidas de fondos.

7.2 Ratios para el Análisis de los Equilibrios Económico y Financiero

Los ratios estáticos presentan limitaciones a la hora de recoger el efecto de las variaciones de fondos de signo positivo o negativo. El ratio de liquidez, o de circulante, por ejemplo, definido como:

$$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Puede expresarse, descomponiendo el numerador, como:

$$\frac{\text{Tesorería} + \text{Cuentas a Cobrar} + \text{Existencias}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Para el análisis de la liquidez y solvencia a corto plazo, dicho ratio se entiende que debe ser superior a la unidad con objeto de que la materialización en tesorería de los activos circulantes cubra las obligaciones de pago a corto plazo reflejadas en el pasivo circulante. Pero el razonamiento anterior adolece de ciertos defectos, que tienen un origen común, su carácter estático, inevitable dado que tanto numerador como denominador indican magnitudes fondo.

Así, el nivel de cuentas a cobrar no determina en todo caso el volumen de futuras entradas netas de tesorería, por lo menos en la cuantía necesaria para seguir financiando las ventas, es decir, el saldo necesario de clientes, por ejemplo, debe ser financiado de manera permanente, tal y como se estudio en el capítulo dedicado al capital circulante necesario.

Lógicamente, también las cuentas a pagar mantienen indefinidamente un saldo que tiene que ver con el aplazamiento medio de los pagos, pero dicho período medio de pago a proveedores no tiene por qué coincidir con el aplazamiento medio en el cobro de clientes, y la relación entre ambos períodos tampoco tiene por qué ser la misma a lo largo del ejercicio o en todas las empresas, aunque resulte similar para las que actúan dentro del mismo sector.

El valor de las existencias en cuanto a cobertura de pagos a corto plazo es todavía más cuestionable. Además de precisar un cierto saldo mínimo, incluido un stock de seguridad, la valoración de las existencias, a precio de coste, no tiene en cuenta el margen de beneficio, que determina en último extremo la corriente monetaria derivada de la venta de tales bienes. Además, el criterio de valoración de las existencias puede variar, según la elección del método de cuantificación monetaria de los consumos (coste medio ponderado, FIFO, LIFO, etc.).

Buena parte de lo anterior es válido, también, para un ratio de solvencia a largo plazo. Resultaría, por tanto, mucho más

ilustrativo relacionar los flujos operativos con las deudas corrientes:

Flujos Operativos
Pasivo Circulante

Figlewicz y Zeller (1991 p. 77) reproducen el estudio descriptivo de Largay y Stickney sobre la quiebra de la W.T. Grant, para lo que realizan una comparación entre ratios tradicionales y sus homónimos contruidos en base a variables de estados de flujos, encontrando como hecho más significativo precisamente el diferente comportamiento del ratio de liquidez y el arriba propuesto.

De tomarse flujos de tesorería, deberíamos comprobar, no obstante, si los períodos medios de venta y cobro permanecen constantes, dado que los mismos influyen en el numerador, pero no en el denominador. Lo mismo se puede decir del margen de rentabilidad, que afectaría también a las variaciones operativas de capital circulante.

Otros ratios contruidos en base a estados de flujos, singularmente los que se refieren a la cobertura de intereses, deudas y dividendos por flujos operativos, se han revelado significativos en las calificaciones de las agencias de rating (Weaver y Marshall, 1990 p. 18).

Para Hoarau (1991 p. 61), los objetivos de diagnóstico en el análisis de flujos combinan la evaluación tanto de la actividad económica como la financiera. Señala en concreto los siguientes campos de análisis:

- a) Actuación económica
- b) Actuación financiera
- c) Riesgo y flexibilidad financiera

a) Actuación económica:

Se relaciona con la rentabilidad económica de las inversiones de la empresa y resulta evaluada a partir de los flujos de tesorería de la explotación.

b) Actuación financiera:

Consistiría en evaluar la capacidad de la empresa para financiar su desarrollo y remunerar a sus accionistas. La variable relevante sería ahora el excedente monetario una vez atendidas las necesidades de financiación de las inversiones de mantenimiento de la empresa. De desconocerse este último dato, se puede optar por restar la totalidad de los flujos de inversión. Podría plantearse, no obstante, la oportunidad de excluir las inversiones financieras.

Es necesario tener en cuenta, además, que las decisiones de inversión condicionan la rentabilidad económica futura, en tanto que las decisiones de financiación, subordinadas a las primeras, pueden afectar a la estructura financiera y a la rentabilidad de los capitales propios.

c) Riesgo y flexibilidad financiera:

Como hemos visto anteriormente, el análisis del riesgo y la flexibilidad financiera es inherente al estudio global de la estructura de los flujos por operaciones.

Pueden tomarse las áreas de estudio anteriores como criterio para la agrupación de ratios basados en flujos de fondos. Así, la solvencia y el riesgo de iliquidez puede ser evaluado mediante los ratios basados en flujos de tesorería que se emplean en estudios sobre predicción de insolvencia: ratios de cobertura de deudas y de intereses.

La autonomía financiera tiene que ver con el estudio de dos ratios: el primero reflejaría la cobertura por los flujos de caja de explotación (antes de intereses, por tanto), del disponible después de la financiación del crecimiento interno (flujos de caja operativos, antes de intereses, menos flujos de salida por operaciones de inversión). Un segundo ratio a emplear indicaría el grado de cobertura de las inversiones por el excedente de tesorería, una vez incorporados los flujos de financiación

externa.

El estudio anterior parte de una ordenación de flujos según la doctrina francesa, es decir, en ningún caso incorpora a los flujos operativos los gastos financieros, y las inversiones financieras temporales quedan fuera de la consideración de flujos por operaciones de inversión.

Por su parte, Carslaw y Mills (1991 pp. 61-70) agrupan la construcción de ratios en función de la utilidad que del estado de flujos de tesorería se desprende para los usuarios de la información económico-financiera de la empresa según el SFAS N° 95. Se distinguen así las siguientes áreas de estudio:

- a) La valoración de la solvencia y la liquidez.
- b) La medida de la bondad del beneficio, o lo que es lo mismo, comprobar en qué grado tales beneficios se convierten en recursos líquidos a disposición de la empresa.
- c) La capacidad de inversión, evaluando tanto la aportación de los recursos autogenerados como la posibilidad de captar financiación externa.

- d) El estudio de la rentabilidad de los fondos aportados por los accionistas, es decir, una aproximación al estudio de la rentabilidad financiera en base a variables flujo de tesorería.

La relación entre esta clasificación y la anterior es evidente, si bien, se restringe el análisis de la actuación económica al estudio de la calidad de los beneficios. Los apartados (a) y (c) consituyen cuestiones parciales del análisis del riesgo y la flexibilidad financiera.

La agrupación de ratios propuestos en base a dicho criterio sería:

a) Análisis de la solvencia:

$$\text{Cobertura de intereses: } \frac{\text{Flujos de caja operativos antes de intereses e impuestos}}{\text{Intereses}}$$

$$\text{Cobertura de deudas: } \frac{\text{Flujos de caja operativos - Dividendos totales}}{\text{Deudas}}$$

$$\text{Cobertura de dividendos: } \frac{\text{Flujos de caja operativos - Dividendos preferentes}}{\text{Dividendos ordinarios}}$$

$$\frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Dividendos totales}}$$

b) Calidad de beneficios:

$$\text{Calidad de ventas: } \frac{\text{Cobros por ventas}}{\text{Ventas}}$$

Calidad de resultados: $\frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Beneficios operativos}}$

$\frac{\text{Flujos de caja operativos antes de intereses e impuestos}}{\text{Beneficios antes de intereses, impuestos y depreciaciones}}$

c) Capacidad de inversión (flexibilidad financiera):

Cobertura de adquisiciones de activo fijo: $\frac{\text{Flujos de caja operativos} - \text{Dividendos totales}}{\text{Pagos por adquisiciones de activo fijo}}$

Ratio de Inversión/Financiación: $\frac{\text{Flujos netos de inversión}}{\text{Flujos netos de financiación}}$

$\frac{\text{Flujos netos de inversión}}{\text{Flujos netos operativos y de financiación}}$

d) Retornos de tesorería:

Cash flow por acción: $\frac{\text{Flujos de caja operativos} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Capital ordinario medio}}$

Retornos de tesorería sobre activos: $\frac{\text{Flujos de caja operativos antes de intereses e impuestos}}{\text{Activos totales}}$

Retornos de tesorería sobre las fuentes de financiación externa: $\frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Deudas + Capitales Propios}}$

Retornos de tesorería sobre el neto: $\frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Capitales propios}}$

Resumimos a continuación otros ratios de cash flow que han sido propuestos dentro de las diversas áreas de análisis económico-financiero.

a) Actuación Económica:

$\frac{\text{Cobros por operaciones corrientes}}{\text{Pagos por operaciones corrientes}}$

Dicho ratio, en el caso de que las actividades de explotación de la empresa sean uniformes, sería un indicador monetario en términos porcentuales del margen bruto de la empresa. Su comparación con el margen calculado en función de flujos de ingresos y gastos de explotación puede permitir la evaluación de problemas en la gestión del cobro a clientes.

$$\frac{\text{Flujos de tesorería operativos}}{\text{Ventas}}$$

Representaría la medición del margen según el principio de caja. Gombola y Ketz (1983a) lo utilizan en su análisis factorial para deducir ratios significativos para el estudio del cash flow. Foster (1986 p. 188) lo propone como útil para el análisis sectorial.

b) Actuación financiera:

Más útil que disponer del ratio de endeudamiento a una fecha dada, según las cifras del Balance, puede ser el examen de la tendencia de dicha relación, es decir, comparando los flujos de deudas del ejercicio con los de aportaciones de capital (Grossman y Pearl, 1988 p. 14). El ratio propuesto sería:

$$\frac{\text{Flujos netos por operaciones de financiación propia}}{\text{Flujos netos por operaciones de financiación ajena}}$$

Por supuesto, el análisis de este ratio debe hacerse teniendo en cuenta el signo de los flujos de numerador y

denominador y no el que resulte de su cociente.

c) Riesgo y Flexibilidad Financiera:

c-1) Solvencia y liquidez:

$$\frac{\text{Flujos operativos}}{\text{Pasivo total}}$$

Aparte del ya comentado ratio de flujos operativos sobre pasivo circulante, el análisis de la solvencia ha relacionado los flujos operativos también con el pasivo total, tanto en lo que se refiere a variaciones de capital circulante o recursos generados (Beaver, 1966; Beaver, 1968a); como en su versión de flujos de tesorería (Gibson, 1983; Casey y Bartczak, 1984).

$$\frac{\text{Flujos de Caja Operativos}}{\text{Flujos positivos de Financiación}}$$

Testado por Gentry, Newbold y Whitford (1985b p. 51), dicho ratio sería sustancialmente menor en una empresa financieramente más débil.

Otro indicador en tal sentido sería el cociente entre los flujos brutos de inversión negativos y el total de flujos brutos negativos:

$$\frac{\text{Flujos brutos de inversión negativo}}{\text{Flujos brutos negativos totales}}$$

Una empresa en dificultades tenderá a frenar sus inversiones. También reflejaría una peor situación financiera la reducción de los pagos de dividendos en relación con los flujos brutos de tesorería negativos:

$$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Flujos brutos negativos totales}}$$

Gibson (1983 pp. 23-27) subraya la utilidad para los prestamistas de examinar la cobertura de los vencimientos periódicos de créditos a largo plazo, proponiendo para ello el siguiente ratio:

$$\frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Deudas a largo plazo con vencimiento a corto plazo}}$$

Por último, Figlewicz y Zeller (1991 p. 71) agrupan en una única relación los indicadores de cobertura de Carslaw y Mills, denominando a dicho ratio cobertura de las necesidades críticas:

$$\frac{\text{Flujos de caja operativos} + \text{intereses}}{\text{Intereses} + \text{Deudas a corto plazo en el ejercicio anterior} + \text{Dividendos}}$$

c-2) Flexibilidad Financiera:

Para determinar el grado en el que una empresa ha generado suficiente tesorería procedente de las operaciones corrientes para cubrir los gastos de capital (inversiones en inmovilizado), la inversión neta en existencias y los dividendos en efectivo,

Bernstein (1993 p. 601) propone el siguiente ratio:

$$\text{Adecuación del flujo de tesorería: } \frac{\text{Flujos de caja operativos (acumulados en cinco años)}}{\text{gastos de capital, aumentos de existencias y dividendos (acumulados en cinco años)}}$$

El denominador no incluye las cuentas a cobrar por considerar que se pueden financiar a corto plazo (con aumentos de cuentas a pagar). Solo se cuentan las altas (aumentos), no las disminuciones. Un ratio 1 indica que la empresa no ha necesitado financiación externa, mientras que por debajo de 1, la generación interna de tesorería es insuficiente para financiar el pago de dividendos y las inversiones que sustentan el crecimiento de las operaciones. También puede indicar el efecto de la inflación sobre las necesidades de fondos de la empresa. Se puede descomponer en función de los componentes del denominador, para lo cual sería mejor tomar el recíproco del ratio.

De forma similar, Gentry, Newbold y Whitford (1990 p. 42) utilizan la siguiente secuencia de ratios como indicadores de la flexibilidad financiera:

$$\text{Ratio de cobertura de la inversión: } \frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Pagos netos por operaciones de inversión}}$$

$$\text{Ratio de cobertura de los flujos discrecionales: } \frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Pagos por operaciones de inversión + Dividendos}}$$

$$\text{Ratio de cobertura de pagos discrecionales y fijos: } \frac{\text{Flujos de caja operativos}}{\text{Pagos por operaciones de inversión + Dividendos + Gastos financieros}}$$

8. Variaciones de Capital Circulante versus Variaciones de Tesorería

8.1 Complementariedad o Sustituibilidad

El SFAS 95 (FASB, 1987 par. 5), en referencia a la finalidad de los estados de flujos de tesorería, establece que los mismos proporcionan una ayuda en la toma de decisiones de inversores, acreedores y otros usuarios que permite:

- a) Evaluar la capacidad de la empresa para generar flujos netos de caja positivos en el futuro.
- b) Valorar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones, para pagar dividendos, y sus necesidades de financiación externa.
- c) Analizar las causas de las diferencias entre los resultados y los cobros y pagos que se deriven.
- d) Evaluar los efectos en la situación financiera de la empresa de las operaciones de inversión y financiación del ejercicio, con independencia de que se produzcan o no variaciones de tesorería.

A la vista de lo anterior, teniendo en cuenta todo lo dicho a lo largo del capítulo en relación con la utilidad de los estados de variación de fondos, debemos preguntarnos si existen

o no diferencias significativas en cuanto al contenido informativo de un estado de flujos en función de la definición de fondos que se haya adoptado.

Procede, por tanto, analizar en qué medida un estado de flujos de capital circulante y un estado de flujos de tesorería se complementan o persiguen los mismos objetivos de información, en cuyo caso debe optarse por el que se revele como más pertinente, es decir, el que se estime de mayor utilidad.

De considerarse complementaria la información que suministran ambos estados de fondos, tal y como sugiere Martínez García (1994 p. 96), cabe una doble posibilidad: publicar ambos o formular un estado que combine la información tanto en términos de flujos de circulante como de flujos de tesorería. Se entiende, en este último caso, la inclusión de flujos de tesorería como una mejora sobre el estado de flujos de capital circulante. Lo anterior se resume en el siguiente cuadro:

Relación entre Enfoques de Estados de Flujos:

Flujos de Capital Circulante versus Flujos de Tesorería

Hipotesis:

Consecuencia:

SUSTITUIBILIDAD:		Elección entre EFT y EFCC
COMPLEMENTARIEDAD		Publicar ambos estados
		Publicar un estado combinado

A) Hipótesis de Complementariedad

Un ejemplo de estructura combinada es la propuesta de Caraballo Esteban (1992 p. 5). Dicha estructura divide los flujos por operaciones corrientes, de inversión y de financiación, calculando las variaciones de tesorería de las respectivas operaciones depurando las distintas variaciones de capital circulante así clasificadas:

OPERACIONES DE LA ACTIVIDAD:

Resultado del ejercicio
+/- Gastos e ingresos no monetarios
+/- Beneficios y pérdidas en enajenación de inmovilizados
= Capacidad de autofinanciación
+/- Variación de los diferimientos de tesorería por operaciones de la actividad
= Flujo de tesorería proveniente de las operaciones de la actividad (A)

OPERACIONES DE INVERSION:

- + Enajenaciones de inmovilizado
- Adquisiciones de inmovilizado
- +/- Variación de los diferimientos de tesorería por operaciones de inversión
- = Flujo de tesorería proveniente de las operaciones de inversión (B)

OPERACIONES DE FINANCIACION:

- + Aumento de recursos externos
- Reducción de recursos externos
- Dividendos pagados
- +/- Variación de los diferimientos de tesorería por operaciones de financiación
- = Flujo de tesorería proveniente de las operaciones de financiación (C)

Variación de tesorería (A)+(B)+(C)

Tesorería a la apertura (D)

Tesorería al cierre (A)+(B)+(C)+(D)

Profundizando en la propuesta anterior, estudiando los flujos por operaciones, nos encontramos con que los relacionados con actividades de inversión apenas se diferencian ya lo sean en términos de flujos de circulante o en términos de flujos de tesorería, siempre que se informe, en el propio estado o en un anexo, de las adquisiciones de inmovilizado financiadas externamente. Tan sólo cabe referirse al tratamiento de las adquisiciones y cesiones de inversiones financieras temporales que no tengan la condición de cuasi-tesorería. Las mismas deben formar parte de los flujos por actividades de inversión, lo que implica eliminar los resultados producto de su enajenación a efectos de determinar los flujos de caja operativos. Dicha eliminación, por reflejar una variación de capital circulante, no entra, sin embargo, en la conciliación entre resultados y flujos

de capital circulante operativos, que no se corresponderían exactamente con el concepto de Capacidad de Autofinanciación reflejado en el esquema anterior.

En cuanto a los flujos por operaciones de financiación, si el criterio de definición del capital circulante se hace exclusivamente en función del plazo de vencimiento de activos y pasivos, no superior a los doce meses de duración del ejercicio, los flujos de capital circulante no coincidirán en todo caso con los flujos de tesorería. Los movimientos de préstamos y débitos con vencimiento original a corto plazo no serían registrados como orígenes y aplicaciones de capital circulante. En cuanto a la parte de préstamos y deudas originalmente de largo plazo pero con vencimiento en los próximos doce meses, la aplicación de capital circulante tiene lugar un año antes del pago por la amortización de la deuda.

Siempre y cuando se tengan en cuenta las precisiones anteriores y se disponga de información separada de las cuestiones que diferencian a la información sobre flujos de capital circulante y de tesorería, respecto de las actividades de inversión y financiación, no se aprecia en nuestra opinión la necesidad de informar sobre ambos de forma separada. Más aún, dicha alternativa daría lugar a una información poco clara y ambigua. De hecho, en el formato propuesto, en contra de las intenciones de su autor, si nos limitamos a la forma de registrar los flujos de inversión y financiación, prácticamente resulta ser a este respecto un estado de flujos de tesorería.

En cuanto a la relación entre la utilidad de las variaciones de capital circulante operativas frente a la de los flujos de tesorería operativos, la misma tiene que ver con el análisis de las capital circulante necesario, es decir, en el caso de los estados de flujos de tesorería los cobros y pagos operativos se consideran una variable independiente, mientras que en un estado de flujos de capital circulante, juegan dicho papel las variaciones de las diversas partidas que componen las necesidades operativas de fondos.

De acuerdo con lo reflejado en apartados anteriores de este mismo capítulo, tomadas individualmente, las dos variables parecen reflejar un contenido informativo diferente, si bien, las variaciones del capital circulante operativo no mejoran la información aportada por la cifra de beneficios.

Como conclusión a todo lo anterior, en términos de las relaciones de equilibrio entre las diferentes categorías identificables en un estado de flujos, no parece que pueda justificarse la complementariedad de ambos enfoques, por lo que deberemos plantearnos la preferencia de uno sobre otro.

B) Hipótesis de Sustituibilidad

Desde el punto de vista de los analistas, en una encuesta desarrollada por Hussey y Bence (1992 p. 138), los partidarios de uno y otro enfoque -variaciones de tesorería y variaciones de

capital circulante- pueden ver agrupados sus argumentos de la siguiente forma:

a) Razones para preferir el estado de flujos de tesorería:

- . Ayuda a la predicción de flujos.
- . Da una mejor información de a dónde ha ido a parar el dinero.
- . Contiene más información.
- . Tiene un formato con un mayor grado de normalización o estandarización.
- . Permite a los usuarios comprobar si la empresa se está autofinanciando.
- . Elimina flujos que no afectan a la tesorería.
- . Es más fácil de entender.

b) Razones para preferir el estado de flujos de capital circulante:

- . Da una indicación más clara sobre los flujos de caja futuros.

- . Muestra claramente el importe de las amortizaciones.
- . Muestra más claramente la posición neta de tesorería.
- . Informa sobre la posición de la empresa en terminos de capital circulante o fondo de maniobra.
- . Es más fácil de conciliar con la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La equiparación del término fondo al de Capital Circulante, a efectos de presentar un estado de flujos presenta, en opinión de Hendriksen (1968, p. 238), varias ventajas, algunas de ellas comunes a las citadas en la encuesta anterior:

- . Un estado de fondos construido sobre la base del concepto de fondo de maniobra se articula fácilmente con el estado de resultados y el Balance.
- . Sigue muy de cerca las definiciones tradicionales usadas en la información financiera y, por consiguiente, es más comprensible a los usuarios de los estados financieros que están más familiarizados con los procedimientos convencionales de contabilidad.

- . Tiende a concentrar la información presentada en las transacciones infrecuentes, más que en las cotidianas, resultantes de las operaciones regulares.
- . Ha sido propuesto como un medio de representar la liquidez general de la empresa.

La OECCA (Ordre des Experts-Comptables et des Comptables Agréés), en su argumentación en favor del estado de flujos de tesorería hace, en cambio, las siguientes precisiones (Scheid, 1989 p. 12):

- . La preponderancia de la tesorería en la gestión y la estimación de la situación financiera de la empresa.
- . La adaptabilidad para la planificación financiera del análisis de la tesorería por operaciones de explotación, de inversión y de financiación.

La capacidad para hacer frente, por ejemplo, al pago de dividendos con recursos operativos sólo puede evaluarse de manera inmediata por medio del estado de flujos de tesorería; los recursos generados no informan adecuadamente sobre esa capacidad de pago.

8.2 Comparación en Referencia a los Requisitos de la Información Económico-Financiera

Estas opiniones contrapuestas ilustran el debate normativo sobre la elección del tipo de estado de flujos, a efectos de su inclusión en la información financiera externa. Nuestra aportación consistirá realizar una comparación entre ambos a la luz de los requisitos cualitativos de la información financiera enunciados en el seno del marco conceptual de la contabilidad financiera propuesto por el FASB en sus Concepts Statements números 1 y 2.

El trabajo de la comisión Trueblood ilustra el contenido del Concepts Statement núm. 1 (FASB, 1978), documento que consta de ocho puntos en los que no se restringe el campo de conceptualización a los estados financiero-contables, sino que se está hablando del concepto más amplio de información financiera. Tales puntos son:

- 1.- La información financiera debe proporcionar información que sea útil a los presentes y potenciales inversores y acreedores y otros usuarios para que puedan tomar decisiones racionales de inversión y financiación.
- 2.- Se debe suministrar información que ayude a los inversores, acreedores y otros usuarios para evaluar cantidades, tiempo e incertidumbres de los flujos de tesorería.

- 3.- Se debe suministrar información acerca de los recursos económicos de la empresa, así como de los derechos, créditos y circunstancias que les afecten.
- 4.- Se debe suministrar información acerca del comportamiento financiero de la empresa durante un período.
- 5.- Se considera foco primordial de la información financiera la información sobre el comportamiento de la empresa suministrada por la medida del resultado y sus componentes.
- 6.- Se debe suministrar información sobre la forma en que una empresa genera y utiliza sus medios líquidos.
- 7.- Se debe suministrar información que permita evaluar la responsabilidad de la dirección de la empresa frente a los propietarios.
- 8.- Se deben suministrar explicaciones e interpretaciones que permitan a los usuarios comprender la información financiera suministrada.

En relación con los objetivos anteriores, los requisitos o características cualitativas de la información contable que asegurarían su cumplimiento quedan recogidos dentro del Statement of Financial Accounting Concepts núm. 2, emitido por el propio FASB (1980a), cuya representación esquemática sería:

Usuarios de
la información
contable:

Restricción básica:

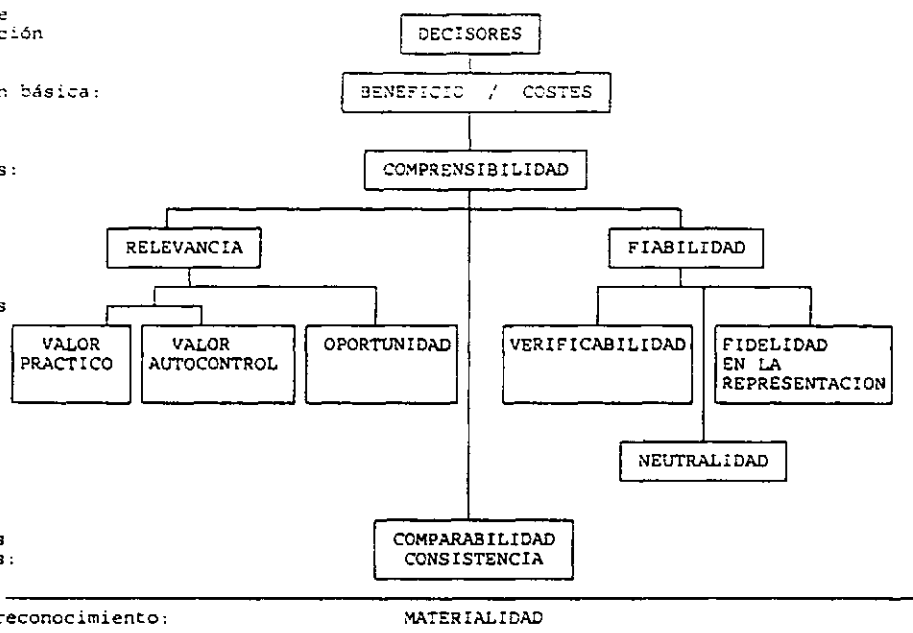
Cualidades
específicas:

Cualidades
primarias:

Componentes
primarios:

Componentes
secundarios:

Umbral de reconocimiento:



Se constata en dicho esquema una estructura jerárquica, basada en que la cualidad esencial para los usuarios es la comprensión o inteligibilidad de la información. Tal información tiene como límites racionales la relación entre costes de elaboración y beneficios procurados (economicidad) y la materialidad o importancia relativa, que supone que la información a suministrar debe tener cierta significación para el usuario.¹⁹

En cuanto a las cualidades primarias, necesarias pero no suficientes, éstas se refieren a la relevancia y la fiabilidad o veracidad. La primera se refiere a la capacidad para influir la toma de decisiones en base a predicciones sobre resultados y a las posteriores modificaciones de tales expectativas. Según la

¹⁹ Siguiendo a Martínez Churriague (1988 p. 597), se entiende que una información goza de materialidad cuando su omisión o falseamiento modifica o influye la decisión de un usuario.

American Accounting Association (1977 p. 13), "esta cualidad supone que la información acerca de un atributo de un objeto o evento es relevante para una decisión si el conocimiento de ese atributo puede ayudar al que toma la decisión a determinar cursos de acción alternativos y para evaluar el resultado de un curso de acción alternativo".

La relevancia de la información implica que ésta sea oportuna y que tenga un valor predictivo y retrospectivo (valor práctico y valor de autocontrol). El valor predictivo de la información conlleva que las expectativas sobre resultados de los diversos cauces de acción se hagan más probables. El valor de autocontrol o valor retrospectivo se refiere, en cambio, a la capacidad para evaluar, confirmar o, en su caso, corregir las predicciones realizadas con anterioridad.

Para ser oportuna, la información debe ser elaborada en tiempo y lugar conveniente con objeto de que se encuentre disponible en el momento en el que el usuario la demande para condicionar sus decisiones.

En cuanto a la fiabilidad, se refiere a la ausencia de errores y sesgos respecto de la realidad que se desea representar. El cumplimiento de este requisito precisa de la existencia de otros tres componentes: verificabilidad, neutralidad y fidelidad en la representación.

La verificabilidad asegura la eliminación de todo sesgo en

la evaluación de la información, que debe ser objetiva e imparcial, es decir, independiente de la persona del medidor o evaluador y del método de medición.

La diversidad de usuarios de la información contable supone que la información a ellos dirigida no debe condicionar sus decisiones en un sentido determinado y debe ser independiente de los intereses, muchas veces contrapuestos, de tales agentes, sin que favorezca a unos en detrimento de otros. Lo anterior resume el requisito de neutralidad, que asegura la credibilidad del sistema contable.

Por lo que respecta al requisito de fidelidad en la representación, se exige ésta para dar validez al modelo contable como representación esquemática y simplificada de una realidad económica mucho más amplia.

Dentro de las cualidades secundarias se citan la comparabilidad y la consistencia. Ambas condicionan tanto a la cualidad de relevancia como a la fiabilidad. Para que la información sea útil, debe ser susceptible de comparación la elaborada y difundida por las diferentes empresas o la producida por una misma empresa en diferentes períodos de tiempo. Lo anterior implica la uniformidad en la aplicación de los métodos contables en el espacio (comparabilidad) y en el tiempo (consistencia). Dicha uniformidad se ha de extender no sólo a los criterios de valoración, sino a otros preceptos como la clasificación y presentación de las diferentes partidas,

distribución de costes o la imputación de ingresos y gastos del ejercicio.

Teniendo en cuenta los comentarios de los párrafos anteriores, la comparación que podría hacerse entre un estado de variaciones de capital circulante y un estado de flujos de tesorería sería la siguiente:

A) Comprensibilidad:

La falta de comprensibilidad de la información financiera se puede agrupar, según Tweedie, citado por Moneva Abadía (1993, p. 39), en los siguientes problemas:

- a) Problemas de carácter semántico, por la dificultad en la comprensión de algunos términos utilizados en los estados financieros.
- b) Problemas sintácticos, que se relacionan con el fracaso del receptor de la información para entender el sistema de reglas matemáticas de la Contabilidad, sobre todo en cuanto a medida del beneficio y de la posición financiera y la Contabilidad de coste corriente.

No se cuestiona la mayor comprensión y la mayor difusión del término "tesorería", frente al concepto de capital circulante,

que implica un cierto grado de conocimiento de los principios y normas de valoración contables. No en vano, en un test realizado por Lee (1984b p. 135), quedó demostrado que las personas sin conocimientos previos de Contabilidad tendían a calcular el beneficio mediante flujos de tesorería. La dificultad de entendimiento de lo que se representa en un estado de flujos de capital circulante ha frenado su aceptación como estado de información económico-financiera de utilidad, creciente, por otra parte, con el grado de profesionalización del usuario (Bradbury y Newby, 1989 p. 37).

En este mismo sentido, Epstein y Pava (1992 p. 6), en una encuesta en torno a la utilidad de los estados financieros, concluyen que, frente a un 41,7 por ciento de inversores en el mercado de valores que proclamaba en 1973 la dificultad de entender el estado de cambios en la situación financiera (normalmente presentado como estado de variación en el capital circulante), diecisiete años más tarde, sólo el 28,5 por ciento sostiene que les cuesta comprender la información suministrada por el estado de flujos de tesorería. Asimismo, su utilidad se acrecienta en ocho puntos frente al enfoque de variaciones en el capital circulante, aunque todavía por debajo de la valoración obtenida por los estados contables tradicionales, Balance de Situación y Cuenta de Pérdidas y Ganancias. No obstante, la utilidad del estado de flujos de tesorería crece pareja a la disminución de la confianza en la cuenta de resultados como medida de la gestión de la empresa.

En nuestro país, un estudio realizado en 1991 por Julita García e Inés Rubín (1992 p. 5) sobre la implantación del Cuadro de Financiación a raíz de la puesta en vigor de los nuevos formatos de cuentas anuales revela que en opinión de las empresas emisoras de la información financiera dicho estado de variación del Capital Circulante resulta de poca utilidad para evaluar la gestión financiera de la firma en cuestión. A lo anterior se añade la mayoritaria opinión de que se trata de un estado de difícil formulación. Los auditores externos, en cambio, en línea similar a la doctrina profesional, defienden la utilidad del Cuadro de Financiación. Dicha contradicción no hace sino poner de manifiesto la falta de relevancia de este estado de información financiera externa para la gestión de la empresa, no así para los usuarios ajenos a la gerencia. Lo que sí resulta incuestionable es la respuesta mayoritariamente afirmativa a la pregunta de si un estado de flujos de tesorería sería preferible al Cuadro de Financiación; el 68,3 por ciento apoyaban dicha propuesta, frente al 21,7 por ciento de respuestas negativas.

Igualmente demostrativo es el comentario que se desprende de un breve artículo del profesor Enrique Fernández Peña (1993 p. 4), que cita ejemplos donde se pone de manifiesto la falta de comprensión incluso en medios profesionales del estado de origen y aplicación de fondos en su enfoque de variaciones en el capital circulante. En esta misma línea, en un análisis de los Cuadros de Financiación formulados durante 1992 por una muestra de 50 empresas españolas, nada menos que un setenta por cien de los mismos presentaban algún tipo de error en su formulación (García,

Martínez, Baños y Benito, 1995 p. 277).

Por último, el profesor Crespo Domínguez (1989 p. 220), citando a Boze (1987 p. 35), señala como causas del fracaso de los estados que informan sobre la variación en el capital circulante o Cuadro de Financiación la ambigüedad del término "fondo" y la falta de objetivos claros en su formulación, lo que ha sido causa de la proliferación de diferentes formatos. La definición de capital circulante se hace arbitraria (criterio de clasificación temporal) y carece de objetividad al basarse en cierta parte en la política contable seguida por la empresa.

B) Materialidad:

En términos de materialidad o importancia relativa, el otro umbral que delimita la utilidad de la información, tanto el contenido del Estado de flujos de circulante como la versión de flujos de tesorería modificarán las decisiones de los usuarios en la medida en que recojan información adicional a la del resto de estados contables.

Remontándonos a comentarios anteriores, la información sobre el equilibrio entre las decisiones de inversión y financiación goza de materialidad con independencia del enfoque del estado de flujos. También en ambos casos resulta posible un análisis de los flujos operativos, que en todo caso se complementa con la información de Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Pero en

el caso del estado de variaciones de capital circulante, los recursos generados son una variable intermedia entre beneficios y flujos de caja operativos. cuya materialidad ha sido frecuentemente cuestionada.

C) Relevancia:

La confusión sobre los objetivos de información que persigue un estado de flujos se ha traducido, en opinión de Lloyd Heath (1978 p. 94), en una proliferación de usos excesiva para lo que este documento puede abarcar, sobre todo teniendo en cuenta los primeros formatos, que se limitaban a clasificar los flujos en orígenes y aplicaciones. Sólo a partir de la introducción de la clasificación por operaciones se hace posible delimitar más claramente tales objetivos. Esta clasificación por operaciones supone agrupar en una única categoría los recursos generados y la variación del capital circulante de explotación, categoría que se corresponde precisamente con el concepto de flujos de tesorería operativos.

Debemos cuestionarnos si el estado de flujos de tesorería goza de mayor capacidad para influir la toma de decisiones como instrumento de planificación y control. En términos de flujos operativos, el comportamiento de la serie temporal de flujos de tesorería hace que el valor predictivo a medio y largo plazo sea mejor para las variaciones de capital circulante operativas, pero también lo sería para el beneficio. El estado de variaciones de

capital circulante, además, separa los flujos del ciclo de explotación de los del ciclo de largo plazo.

La ventaja de los estados de flujos de tesorería en términos de control a corto plazo radica principalmente en la posibilidad de comparar datos ex-post con los presupuestos de tesorería que formula la empresa. No sólo se da una indentidad en cuanto a la variable utilizada por ambos, sino que la elaboración del presupuesto de tesorería tiene en cuenta, por encima del plazo, la naturaleza de las operaciones generadoras o demandantes de fondos.

En cuanto al grado de oportunidad, el mismo va ligado al período a que se refiere el estado y no a su enfoque. Pero no cabe duda que la existencia de un sistema de información para la presupuestación de cobros y pagos permitiría disponer de los mismos de forma inmediata y flexible. Esta ventaja atenúa el menor poder predictivo de los flujos de tesorería operativos.

Dentro del análisis financiero, el creciente interés por el estudio de los flujos de tesorería, en sustitución de magnitudes obtenidas en aplicación del principio del devengo, como ocurre con el capital circulante, obedece también a una doble arbitrariedad en cuanto a la definición del capital circulante según un criterio temporal y en cuanto a la determinación de la periodicidad del ejercicio, fijándose normalmente un ejercicio económico de doce meses. Los inversores en el mercado de valores, acreedores y demás proveedores ocasionales de fondos, presentan

su particular horizonte de inversión; no se les puede aplicar idéntico rasero a la hora de crear intervalos de medida de sus rendimientos, razón por la que resulta relevante el momento en que se producirán los retornos de sus inversiones, cosa que no ocurre para los propietarios, entendidos como accionistas permanentes, cuya vocación es la de ligar la suerte de sus inversiones a la de la empresa.

D) Fiabilidad:

La fiabilidad del estado de cash flow resulta mayor en la medida en que los flujos de tesorería son una variable casi completamente objetiva; sólo tenemos el problema de trazar una frontera entre equivalentes de caja o cuasi-tesorería y otras inversiones financieras a corto plazo, así como en la forma de fijar el criterio de clasificación por operaciones.

Para la presentación de estados de variación de capital circulante, la determinación de la correcta valoración de las existencias no es plenamente verificable en la práctica, si bien, perdemos fidelidad a la realidad a representar, mucho más cercana en términos de principio de devengo. La neutralidad de ambos estados no parece cuestionada, aunque la aplicación del principio de devengo se adapta más al punto de vista del propietario, en perjuicio de la información requerida por los acreedores.

En favor de la neutralidad, toda presentación de estados de flujos debe, además, huir de los desgloses que introducen un sesgo hacia una determinada decisión (Lee, 1982b p. 349). Probablemente sólo los estados de flujos de tesorería pueden cumplir lo anterior sin una significativa pérdida de relevancia.

E) Comparabilidad y consistencia:

En el lado de la comparabilidad y la consistencia, en ambos casos, las diferentes opciones de política contable sobre el cálculo del capital circulante determinan una relativa merma en el cumplimiento de estos requisitos, cosa que, por supuesto, no afecta a la tesorería, salvo para la definición de equivalentes de tesorería. Habría que preguntarse, no obstante, si el grado de comparabilidad de la información contable, vía normalización, no se encuentra ya razonablemente asegurada, pero, evidentemente, la conclusión es que el abandono de ciertos instrumentos de representación contable redundaría en una mayor utilidad de la información. No obstante, la comparabilidad internacional de los estados de flujos de tesorería es mayor dado el relativamente elevado grado de normalización existente con respecto a la situación en que se encuentran las diversas regulaciones de estados de flujos de capital circulante.

En términos de información consolidada, las carencias en cuanto a la armonización de la definición del ámbito de la consolidación en las diversas regulaciones (concepto de dominio,

obligación de consolidar, exenciones de filiales, métodos de consolidación, etc.), afectan a la comparabilidad internacional de los estados de flujos con independencia de su enfoque. Lo mismo ocurre en términos de consistencia, dada la subjetividad en que incurren las diversas definiciones del perímetro de la consolidación.

CAPITULO IV: LA INFORMACION SOBRE LOS FLUJOS DE FONDOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

1. El Cuadro de Financiación del Plan General de Contabilidad

1.1 Concepto, Principios y Normas para su Elaboración

El Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (art. 200. 4ª) incluye un Cuadro de Financiación entre los contenidos mínimos obligatorios del formato normal de la Memoria de las cuentas anuales de las sociedades mercantiles "en el que se describirán los recursos obtenidos en el ejercicio y sus diferentes orígenes, así como la aplicación o el empleo de los mismos en inmovilizado o en circulante.", tal y como reza textualmente en el mencionado precepto legal.

Sustituyendo al Cuadro de Financiamiento del Plan Contable anterior, el cual combinaba información en términos de flujos con otros datos que suponían meras variaciones de saldos (Monclús y Otros, 1991 p.356), el Cuadro de Financiación no es ni más ni menos que un estado de origen y aplicación de fondos, con unas normas de elaboración y un modelo concretos, explicitados en la parte cuarta (norma 8ª) del Plan General de Contabilidad de 1990.

CUADRO DE FINANCIAMIENTO (P.G.C. 1973)

Primera Parte: APLICACIONES E INVERSIONES PERMANENTES DE LOS RECURSOS

Grupo 1: Disminución de la Financiación Básica:

- 15: Empréstitos
- 16: Préstamos recibidos y otros débitos a empresas del grupo
- 17: Préstamos recibidos y otros débitos a empresas fuera del grupo
- 18: Fianzas y depósitos recibidos
- 19: Situaciones transitorias de financiación

Grupo 2: Aumento del Inmovilizado:

- 20: Inmovilizado material
- 21: Inmovilizado inmaterial
- 23: Inmovilizado en curso
- 24: Inversiones financieras en empresas del grupo
- 25: Otras inversiones financieras permanentes
- 26: Fianzas y depósitos constituidos
- 27: Gastos amortizables

Total de las Aplicaciones y de las Inversiones Permanentes de los Recursos

Segunda Parte: RECURSOS PERMANENTES OBTENIDOS EN EL EJERCICIO

Grupo 1: Aumento de la financiación básica:

- 10: Capital
- 11: Reservas
- 12: Previsiones
- 13: Resultados pendientes de aplicación
- 14: Subvenciones de capital
- 15: Empréstitos
- 16: Préstamos recibidos y otros débitos a empresas del grupo
- 17: Préstamos recibidos y otros débitos a empresas fuera del grupo
- 18: Fianzas y depósitos recibidos
- 19: Situaciones transitorias de financiación

Grupo 2: Disminución del inmovilizado:

- 20: Inmovilizado material
- 21: Inmovilizado inmaterial
- 24: Inversiones financieras en empresas del grupo
- 25: Otras inversiones financieras permanentes
- 26: Fianzas y depósitos constituidos
- 27: Gastos amortizables
- 28: Amortización del inmovilizado
- 29: Provisiones (inmovilizado)

Total de los Recursos Permanentes Obtenidos en el Ejercicio

Tercera Parte:

Variaciones
Activas
del Circulante

Variaciones
Pasivas
del Circulante

Grupo 3: Existencias
Grupo 4: Acreedores y
Deudores por
Operaciones de
Tráfico
Grupo 5: Cuentas
Financieras

El Cuadro de Financiación resulta de obligada formulación para las sociedades que limitan la responsabilidad de los socios, esto es, a las sociedades anónimas, limitadas y comanditarias por acciones, siempre que su Balance y Memoria deban ser presentados en su formato normal, lo cual implica, asimismo la obligación de auditar sus cuentas anuales. Lo anterior queda sancionado a tenor de lo recogido en los artículos 200 y 201 del TRLSA, sobre el contenido mínimo de la Memoria en sus formatos normal y abreviado, y que supone una modificación de lo establecido en los artículos 107a y 107b del Código de Comercio, modificados a raíz de la aprobación de la Ley 19/1989 de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en Materia de Sociedades. De los artículos citados se deducía la obligación de presentar el Cuadro de Financiación también en el seno de la Memoria abreviada (Gabás, 1990b p. 939).

La periodicidad anual se convierte en semestral tanto para el Cuadro de Financiación como para el Balance, la Cuenta de

Pérdidas y Ganancias y el resto de la Memoria de las sociedades y entidades con valores admitidos a negociación. (art. 58 de la Ley 4/1990, de 26 de Junio de 1990, de Presupuestos Generales del Estado para 1990).

Los profesores Mayordomo y Cavadas (1992 p. 523) sostienen la extensión del deber de formulación del Cuadro de Financiación a todo tipo de empresas obligadas a someterse a auditoría externa, basándose en el artículo 12 de la Ley 19/1988, de Auditoría de Cuentas, que fija como cometido de la auditoría, entre otros, el verificar y determinar si las cuentas anuales expresan la imagen fiel de los recursos obtenidos y aplicados en el período examinado.

Según esto, la presentación del Cuadro de Financiación sería obligatoria, con independencia de su objeto o su forma societaria o carácter individual, para las siguientes empresas:

- a) Las que coticen en Bolsa.
- b) Las que emitan obligaciones en oferta pública.
- c) Las que operen habitualmente como intermediarios financieros.
- d) Las compañías de seguros.

- e) Las que reciban subvenciones, ayudas o presten servicios o suministren bienes al Estado y otros entes públicos.

No obstante, las compañías de seguros quedaron dispensadas de dicha obligación en la Orden Ministerial de 24 de Abril de 1991, si bien, el Borrador del Plan General de las Entidades Aseguradoras lo sustituye por un estado de flujos de tesorería.

Teniendo en cuenta lo anterior, de la formulación del Cuadro de Financiación quedan exentas las empresas que cumplen los requisitos para formular el Balance y la Memoria abreviados. El artículo 181 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas original se refería a aquéllas en las que durante dos años consecutivos en la fecha de cierre del ejercicio concurren, al menos, dos de las tres circunstancias siguientes :

- a) Que el total de partidas del activo no supere los 230 millones de pesetas.
- b) Que el importe neto de su cifra anual de negocios sea inferior a 480 millones de pesetas.
- c) Que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a cincuenta.

La aprobación de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada fue aprovechada para incorporar los preceptos de la Directiva 90/604/CEE, que marca una mayor laxitud en cuanto a los requisitos para la presentación de cuentas anuales abreviadas. Así, en el número 13 de la Disposición Adicional Segunda fija los límites anteriores en 300 millones de activo y 600 millones en lo que respecta a la cifra anual de negocios, sin que se modifique el número de 50 trabajadores.

El capital circulante tiene aquí los mismos componentes que en el Balance de Situación del propio Plan General de Contabilidad. Es decir, se sigue para su determinación un criterio temporal, recogiendo los activos y pasivos con vencimiento no superior a los doce meses desde la fecha de cierre del ejercicio.

La inclusión de este estado contable en la Memoria y no de manera independiente obedece a la necesidad de mantener el esquema de cuentas anuales que se deriva de la IV Directriz, (Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Anexo o Memoria), disposición que no establece la obligatoriedad de formular estado de variación de fondos alguno, ni enfocado hacia el capital circulante ni bajo la forma de un estado de flujos de tesorería.

1.2 La Definición de Capital Circulante en las Cuentas Anuales de las Empresas Españolas

El formato normal del Balance de Situación de las cuentas anuales de obligada formulación por las sociedades mercantiles españolas que limitan su responsabilidad distingue las siguientes partidas de circulante:

En el Activo Circulante (epígrafe D):

D. ACTIVO CIRCULANTE

I. Accionistas por desembolsos no exigidos

II. Existencias:

1. Comerciales
2. Materias primas y otros aprovisionamientos
3. Productos en curso y semiterminados
4. Productos terminados
5. Subproductos, residuos y materiales recuperados
6. Anticipos
7. Provisiones

III. Deudores

1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios
2. Empresas del grupo, deudores
3. Empresas asociadas, deudores
4. Deudores varios
5. Personal
6. Administraciones públicas
7. Provisiones

IV. Inversiones financieras temporales

1. Participaciones en empresas del grupo
2. Créditos a empresas del grupo
3. Participaciones en empresas asociadas
4. Créditos a empresas asociadas
5. Cartera de valores a corto plazo
6. Otros créditos
7. Depósitos y fianzas constituidos a corto plazo
8. Provisiones

V. Acciones propias a corto plazo

VI. Tesorería

VII. Ajustes por periodificación.

Por lo que respecta al Pasivo Circulante, bajo la denominación de Acreedores a Corto Plazo se integran los siguientes epígrafes:

E. ACREEDORES A CORTO PLAZO

- I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables
 - 1. Obligaciones no convertibles
 - 2. Obligaciones convertibles
 - 3. Otras deudas representadas en valores negociables
 - 4. Intereses de obligaciones y otros valores
- II. Deudas con entidades de crédito
 - 1. Préstamos y otras deudas
 - 2. Deuda por intereses
- III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo
 - 1. Deudas con empresas del grupo
 - 2. Deudas con empresas asociadas
- IV. Acreedores comerciales
 - 1. Anticipos recibidos por pedidos
 - 2. Deudas por compras o prestaciones de servicios
 - 3. Deudas representadas por efectos a pagar
- V. Otras deudas no comerciales
 - 1. Administraciones públicas
 - 2. Deudas representadas por efectos a pagar
 - 3. Otras deudas
 - 4. Remuneraciones pendientes de pago
 - 5. Fianzas y depósitos recibidos a corto plazo
- VI. Provisiones para operaciones de tráfico
- VII. Ajustes por periodificación

Dado que el contenido informativo del Balance es básico para la elaboración del Cuadro de Financiación, debemos hacer una serie de consideraciones en cuanto al formato anterior.

El propio Plan Contable de 1990 introduce en la cuarta parte, en el capítulo de normas para la elaboración de las cuentas anuales (norma 5ª), algunas modificaciones al formato anterior, a saber:

- . Las deudas a corto plazo producto de operaciones de arrendamiento financiero deben figurar separadas del resto de partidas del epígrafe "II. Deudas con entidades de crédito", con la denominación "Acreedores por arrendamiento financiero a corto plazo".
- . El epígrafe V.3. "Otras deudas" incluye los desembolsos pendientes sobre acciones que constituyan inversiones financieras permanentes, y que resulten exigibles a corto plazo. Reciben, por tanto, un tratamiento diferente al de los desembolsos pendientes sobre inversiones financiera temporales, que se ubican en el activo circulante con signo negativo.
- . La existencia de Provisiones para riesgos y gastos con vencimiento a corto plazo supone la apertura de una nueva agrupación en el pasivo circulante, separada de los acreedores a corto plazo, con la denominación "F. Provisiones para riesgos y gastos a corto plazo".

Además, la resolución del ICAC de 30 de abril de 1992, aclara que los epígrafes de "Administraciones públicas" que aparecen en el Activo Circulante y en Acreedores a corto plazo se

refieren exclusivamente a créditos y débitos con vencimiento no superior a los doce meses, a contar desde la fecha de cierre del ejercicio.

Nada se dice, sin embargo, de la naturaleza de los gastos e ingresos a distribuir en varios ejercicios, situadas a caballo entre las partidas permanentes y el circulante, cuando parte de los mismos se refieren a partidas con vencimiento a corto plazo. Es el caso de la diferencia entre el valor de reembolso y la cantidad recibida de deudas consideradas de corto plazo al cierre del ejercicio; los intereses incorporados al nominal de créditos por operaciones de tráfico con vencimiento original a largo plazo, pero que a la fecha de cierre del balance se hallan reclasificados como créditos comerciales a corto plazo; las diferencias positivas de cambio no imputadas a resultados derivados de la incidencia de las alteraciones en el tipo de cambio sobre débitos, créditos y valores de renta fija en divisas con vencimiento a corto plazo; o las periodificaciones de diferencias permanentes o deducciones y bonificaciones en la cuota cuyo devengo en pérdidas y ganancias tendrá lugar en el ejercicio siguiente.

Una de las mayores críticas que puede hacerse al formato de Balance de Situación del Plan es su inconsistencia con la clasificación de los resultados; resulta sumamente difícil clasificar ciertos activos y pasivos en función de su relación con el registro de ingresos y gastos de explotación, financieros y extraordinarios. Dicha limitación presenta repercusiones tanto

para el análisis económico-financiero como para el cálculo y clasificación de los flujos de fondos.

En lo que atañe al pasivo circulante, se pueden hacer los siguientes comentarios:

Dentro del epígrafe E.III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo, figuran toda clase de débitos con vencimiento a corto plazo frente a empresas del grupo y asociadas, en la definición dada a tales operaciones en el apartado 19 de la Introducción al PGC. De tal agregación resulta imposible conocer qué parte se refiere a operaciones de tráfico y cuál es el importe de las deudas por operaciones de financiación genérica o por adquisición de bienes de inmovilizado. Asimismo, el epígrafe de Acreedores Comerciales resulta infravalorado al no incluir los compromisos de pago de tal naturaleza nacidos frente a empresas del grupo y asociadas.

Pese a que el contenido mínimo de la nota 14 de la Memoria, en su formato normal, que versa sobre "Deudas no comerciales", se obliga a un desglose de las partidas de Deudas con Empresas del Grupo y Deudas con Empresas Asociadas, distinguiendo entre préstamos y otras deudas por intereses, tal información no resuelve, como en principio se pudiera suponer, el problema. Se podría invocar que, a tenor del título de dicha nota, sólo deben figurar en la misma las deudas con empresas del grupo y asociadas distintas de las derivadas de operaciones del tráfico normal de la compañía. En la práctica, sin embargo, se viene incluyendo el

saldo agregado de tales débitos.

Se puede defender, además, la naturaleza operativa de todo tipo de actividades desarrolladas con empresas del grupo y asociadas, en la medida en que tales participaciones se poseen a largo plazo con ánimo de ejercer un dominio o una influencia sobre la gestión de la participada, creándose con ella una vinculación duradera.

A salvo de lo anterior, contrasta este tratamiento con el otorgado a las cuentas de activo, dado que existe una clara separación entre inversiones financieras temporales en empresas del grupo y asociadas y los importes nacidos de operaciones de tráfico recogidos en el epígrafe D.III. Deudores.

En cuanto a los débitos y créditos nacidos de las obligaciones y derechos contraídos frente a las administraciones públicas, las mismas repercuten en el resultado por dos vías, a saber:

- a) A través de los gastos de explotación (tasas, impuestos no estatales, etc.), reflejo directo de tales tributos, o indirectamente, por medio de la amortización del inmovilizado que incorpore los mismos conceptos como mayor precio de adquisición.

- b) Como concepto separado del resto de ingresos y gastos de explotación, financieros y extraordinarios, en lo que respecta al impuesto que grava los beneficios del ejercicio.

Lós débitos y créditos relacionados con esta última partida del resultado, en consecuencia, tampoco reflejan la parte que se refiere al gravamen de rendimientos de explotación, financieros y extraordinarios.

Por último, en lo que respecta a provisiones para riesgos y gastos, lo usual es realizar un desglose idéntico al propuesto en la agrupación C) del Pasivo del Balance. Las provisiones para responsabilidades, de acuerdo con el desarrollo previsto en la explicación de las relaciones contables del propio Plan Contable, puede generar tanto resultados de explotación como extraordinarios. Sin embargo, dicha provisión ni siquiera figura por separado, ya que se agrega en el epígrafe C).3. "Otras provisiones".

1.3 El Formato del Cuadro de Financiación

El formato de Cuadro de Financiación incluido en el Plan General de Contabilidad refleja las variaciones en los capitales permanentes y su incidencia sobre el inmovilizado y sobre el fondo de maniobra o capital circulante. A las dos primeras cuestiones da respuesta la parte superior del Cuadro, que refleja separadamente como orígenes y aplicaciones las variaciones de

fondos en recursos propios, en el pasivo exigible a largo plazo y en el inmovilizado. Por su parte, las variaciones en los diferentes componentes del Capital Circulante quedan explicadas en la mitad inferior del estado. Siguiendo a González Pascual (1993 pp. 165-166), se distinguen claramente en dicho formato las variaciones que tienen su origen en la actividad principal - recursos procedentes de o aplicados en las operaciones y aumentos y disminuciones del capital circulante- de las demás, procedentes de la estructura patrimonial fija de la empresa.

Se trata, por tanto, de un estado de variación de fondos enfocado a la cuantificación y análisis de los orígenes y aplicaciones que conducen a la variación en el capital circulante durante un ejercicio económico, dando prevalencia a las variaciones en las partidas permanentes, mucho menos frecuentes, pero individualmente de mayor importancia que las oscilaciones en los componentes del circulante. Así, los orígenes y aplicaciones relacionados con las variaciones del activo fijo, el patrimonio neto y el pasivo exigible a largo plazo se expresan en términos brutos, mientras que los aumentos o disminuciones de activos y pasivos circulantes se presentan como variaciones netas. El profesor Cea (1990 p. 418) no encuentra más razón para esto último que la de simplificar la presentación del estado de flujos.

CUADRO DE FINANCIACION

APLICACIONES	Ej Ej N N-1	ORIGENES	Ej Ej N N-1
1. Recursos aplicados en las operaciones		1. Recursos procedentes de las operaciones	
2. Gastos de establecimiento y formalización de deudas		2. Aportaciones de accionistas	
3. Adquisiciones de Inmovilizado		a) Ampliaciones de capital	
a) Inmovilizaciones inmateriales		b) Para compensación de pérdidas	
b) Inmovilizaciones materiales		3. Subvenciones de capital	
c) Inmovilizaciones financieras		4. Deudas a largo plazo	
c1) Empresas del grupo		a) Empréstitos y otros pasivos análogos	
c2) Empresas asociadas		b) De empresas del grupo	
c3) Otras inversiones financieras		c) De empresas asociadas	
4. Adquisición de acciones propias		d) De otras deudas	
5. Reducciones de capital		e) De proveedores de inmovilizado y otros	
6. Dividendos		5. Enajenación de inmovilizado	
7. Cancelación o traspaso a corto plazo de deuda a largo plazo		a) Inmovilizaciones inmateriales	
a) Empréstitos y otros pasivos análogos		b) Inmovilizaciones materiales	
b) De empresas del grupo		c) Inmovilizaciones financieras	
c) De empresas asociadas		c1) Empresas del grupo	
d) De otras deudas		c2) Empresas asociadas	
e) De proveedores de inmovilizado y otros		c3) Otras inversiones financieras	
8. Provisiones para riesgos y gastos		6. Enajenación de acciones propias	
		7. Cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de inmovilizaciones financieras	
		a) Empresas del grupo	
		b) Empresas asociadas	
		c) Otras inversiones financieras	
TOTAL APLICACIONES		TOTAL ORIGENES	
EXCESO DE ORIGENES SOBRE APLICACIONES		EXCESO DE APLICACIONES SOBRE ORIGENES	
(AUMENTO DEL CAPITAL CIRCULANTE)		(DISMINUCIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE)	

VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE	EJERCICIO N AUMENTOS DISMINUCIONES	EJERCICIO N-1 AUMENTOS DISMINUCIONES
1. Accionistas por desembolsos exigidos		
2. Existencias		
3. Deudores		
4. Acreedores		
5. Inversiones financieras temporales		
6. Acciones de la sociedad dominante		
7. Tesorería		
8. Ajustes por periodificación		
TOTAL		
VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE		

Cada una de las partidas del Cuadro debe incluir datos del ejercicio a que se refiere, así como del inmediato anterior, lo que obligará, de ser necesario, a la oportuna homogeneización de tales importes, adaptando los que se refieren al ejercicio más antiguo. Existe, no obstante, una excepción a la obligación de

incluir las cifras del ejercicio precedente. A dicha excepción se pueden acoger las empresas que hubieran formulado Memoria abreviada en ese año, lo cual se antoja lógico, habida cuenta de que el Cuadro de Financiación no resulta en tal caso de obligada formulación.

Con independencia del valor orientativo del modelo propuesto, las empresas deben adaptar el formato a su realidad particular, desarrollando las partidas que consideren de especial relevancia y agrupando las menos significativas a la hora de apreciar los cambios en la situación financiera.

El Cuadro de Financiación establece una clasificación del las variaciones del capital circulante muy influenciada por el formato de Balance de situación de las Cuentas Anuales. Se trata de un formato de aplicaciones y orígenes en el que se expresan las variaciones del Capital Circulante en función de la naturaleza del activo o del pasivo cuyo aumento o disminución, una vez depurado, nos indica dicha variación de fondos.

Su ubicación a un lado u otro del estado tiene que ver exclusivamente con el signo de la variación, eso sí, sin que medie compensación entre orígenes por enajenaciones de inmovilizados o debidas a la captación de recursos propios o ajenos, y aplicaciones por adquisiciones de activos permanentes o cancelaciones y traspasos a corto plazo de deudas o devolución de aportaciones externas (vía dividendos o mediante reducción de capital).

A continuación se relaciona una explicación sobre el contenido de los diferentes epígrafes del Cuadro de Financiación, siguiendo para ello el orden de numeración que figura en el mismo.

A) Recursos aplicados o recursos procedentes de las operaciones

Bajo este epígrafe se ha seguido la vía de recoger por su valor neto, bien como recursos aplicados en las operaciones, bien como recursos procedentes de las operaciones, las variaciones de capital circulante derivadas de las operaciones corrientes de la empresa.

Los recursos procedentes de las operaciones registran flujos financieros procedentes de la depuración de resultados de la explotación, una vez eliminados los que no representan variaciones del Capital Circulante (dotaciones a amortizaciones y provisiones de inmovilizado, etc.). Pero también incluye aplicaciones y orígenes derivados de la contabilización de ciertos ingresos y gastos financieros, así como de flujos financieros de naturaleza extraordinaria distintos de los procedentes de las enajenaciones de inmovilizado.

La conciliación entre el saldo de Pérdidas y Ganancias del ejercicio y los recursos procedentes de las operaciones sería:

+ Pérdidas y Ganancias del ejercicio

Correcciones positivas:

- + Dotaciones a amortizaciones y provisiones de inmovilizado.
- + Dotación a la provisión para riesgos y gastos.
- + Gastos derivados de intereses diferidos.
- + Amortización de gastos de formalización de deudas.
- + Diferencias negativas de cambio.
- + Pérdidas en la enajenación de inmovilizado.
- + Impuesto sobre beneficios diferido en el ejercicio, y sus ajustes pertinentes.

Correcciones negativas:

- Excesos de provisiones de inmovilizado.
 - Excesos de provisiones para riesgos y gastos.
 - Ingresos derivados de intereses diferidos.
 - Diferencias de cambio positivas.
 - Beneficios en la enajenación de inmovilizado.
 - Subvenciones de capital traspasadas a resultados del ejercicio.
 - Impuesto sobre beneficios anticipado en el ejercicio y crédito por bases imponibles negativas a compensar, y ajustes pertinentes.
-

= Recursos Procedentes de las Operaciones del Ejercicio

Los ajustes anteriores, exceptuados los resultados por enajenación de inmovilizado, que se eliminan por no corresponder a operaciones corrientes, se encuadran dentro de alguna de las siguientes categorías (Fernández Estelles, 1990 p. 50):

- a) Gastos derivados de modificaciones valorativas que afectan a operaciones que constituyeron aplicación de fondos en ejercicios precedentes.
- b) Gastos e ingresos derivados de modificaciones valorativas que afectan a operaciones que constituirán origen o aplicación de fondos en ejercicios futuros.
- c) Gastos e ingresos que producirán una variación en el Capital Circulante en ejercicios futuros.
- d) Gastos e ingresos que produjeron una variación en el Capital Circulante en ejercicios precedentes.

Existe una diferencia, no obstante, en lo que se refiere a los ajustes positivos y negativos que afectan a cargos y abonos en cuentas de activo y pasivo nacidas de la aplicación del método del efecto impositivo (impuesto sobre beneficios anticipado o diferido y crédito por pérdidas a compensar). El resto de eliminaciones afecta a ingresos y gastos que fueron tenidos en cuenta para el cálculo del resultado del ejercicio. Entre ellos, algunos no van a dar lugar como tales a orígenes y aplicaciones; otros serán flujos a recoger en epígrafes diferentes: por operaciones de inversión o de financiación, en el propio ejercicio de devengo o en otro diferente. No tiene el mismo sentido la eliminación de impuestos anticipados y diferidos, cuyo fin es la sustitución del gasto devengado por Impuesto sobre

Beneficios por los recursos aplicados por tal concepto, referidos a las cantidades a abonar a Hacienda.

El conjunto de eliminaciones a practicar sobre el saldo de pérdidas y ganancias para llegar a calcular los recursos aplicados en o procedentes de las operaciones se relacionan en una nota anexa al Cuadro de Financiación que concilia los flujos de las actividades operativas con el resultado del ejercicio. A continuación iremos analizando una a una tales correcciones.

a) Amortizaciones y provisiones de inmovilizado:

Desarrollamos el resumen anterior comenzando por las dotaciones a amortizaciones y provisiones de inmovilizado, las cuales, por no tratarse de verdaderas aplicaciones de fondos deben ser computadas como menores recursos aplicados. En efecto, las amortizaciones reflejan el flujo negativo de riqueza que se deriva de la cuantificación de la depreciación regular e irreversible del inmovilizado causada por su uso, el mero paso del tiempo o la obsolescencia del activo, pero no afectan al capital circulante, que se nutre, al menos en su estructura permanente, no de flujos patrimoniales (beneficios), sino de flujos financieros (recursos generados). Similar consideración cabría para las dotaciones a provisiones (Rivero Torre, 1987 pp. 80-81). Inversamente, tampoco se consideran recursos procedentes de las operaciones los beneficios contabilizados a raíz del reconocimiento de excesos en cuentas de provisiones de

inmovilizado.

No obstante, dado que las provisiones de circulante son una corrección valorativa de activos circulantes y, por ello, afectan a la determinación del capital circulante o fondo de maniobra, las mismas no se eliminan a efectos de determinar los recursos procedentes de las operaciones. Ello supone que esta medida de los recursos generados en el ejercicio no incluye aquéllos que se estima se aplicarán a corto plazo por referirse a activos con vencimiento no superior a los doce meses, a contar desde la fecha de cierre del ejercicio. No reciben igual trato, sin embargo, las dotaciones a amortizaciones y provisiones de activos inmovilizados que se van a dar de baja del inventario a corto plazo.

b) Dotaciones y Excesos de Provisiones para Riesgos y Gastos:

Las dotaciones a provisiones para riesgos y gastos tampoco suponen aplicación de fondos. La contabilización de un exceso de provisión para riesgos y gastos, incrementa los ingresos de explotación, pero no constituye aporte alguno de fondos. Entendemos que debe ser igualmente eliminada la imputación de los rendimientos de los activos afectos a planes de pensiones, los cuales se corresponden con ingresos financieros a registrar como recursos procedentes de las operaciones.

Lo anterior no significa que las operaciones a que se refieren tales partidas no vayan a dar lugar en ningún momento a una variación de fondos; lo que ocurre es que la aplicación de la provisión se produce en un momento distinto al de devengo de la dotación, recogién dose además en un epígrafe separado (el n° 8 de la columna de aplicaciones). Dicha aplicación recogerá el pago o el traspaso a corto plazo de la provisión para riesgos y gastos, si es que se conoce su vencimiento. Sólo en ese momento se produce la variación del capital circulante.

c) Gastos e ingresos por intereses diferidos:

La imputación a resultados de los gastos por intereses diferidos no tiene por qué coincidir con el momento de la aplicación de fondos por la cancelación o el traspaso a corto plazo de la deuda a largo plazo de la que se deriven, aplicación que se refleja por el valor de reembolso de la deuda, incluyendo, por tanto, los intereses implícitos. Dicha aplicación figurará en tal momento separada de los recursos procedentes de las operaciones, calificándose como una aplicación de fondos representativa de la disminución del activo circulante (tesorería) o del aumento del pasivo circulante (acreedores a corto plazo) debidos al reembolso efectivo o a corto plazo de la deuda (epígrafe n° 7 de la columna de aplicaciones).

Se razona de la misma manera para la parte de ingresos financieros diferidos imputados al ejercicio en cuestión, los

cuales nacen de la concesión de créditos a largo plazo por operaciones de tráfico. Los intereses serán un origen de fondos en el momento en que incrementen el capital circulante, es decir, cuando tenga lugar la cancelación anticipada o el traspaso a corto plazo del inmovilizado financiero, flujo no operativo, sino de inversión (epígrafe nº 7 de la columna de orígenes).

d) Amortización de Gastos de Establecimiento e Imputación a Resultados de Gastos de Formalización de Deudas:

Los gastos de establecimiento y de formalización de deudas dan lugar a la correspondiente aplicación, de una sola vez, en el ejercicio en que se incurrió en ellos (epígrafe nº 2 de la columna de aplicaciones). La posterior imputación plurianual a resultados no debe recoger de nuevo dicha aplicación, por lo que se elimina de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

e) Gastos e Ingresos por Diferencias de Cambio sobre Débitos, Créditos y Valores de Renta Fija:

Las diferencias de cambio negativas consecuencia de la reducción de valor de deudores a largo plazo o el aumento de las cuentas acreedoras a largo plazo en divisas no produce variación alguna del capital circulante; no constituyen, por tanto, recursos aplicados en las operaciones, razón por la que deben ser eliminados. Dicha diferencia sólo afectará al capital circulante

de mantenerse en el ejercicio en que se produzca la cancelación o traspaso a corto plazo del débito o crédito en divisas, pero será en ese caso una corrección sobre los flujos netos por operaciones de inversión o de financiación, no se computará nunca, por tanto, como recursos procedentes de las operaciones.

En el caso de ingresos por diferencias positivas de cambio nacidas de valores de renta fija, débitos y créditos a largo plazo, se produce a su vencimiento una imputación a resultados del ingreso diferido que fue contabilizado en el ejercicio en que nacieron tales diferencias. La variación de Capital Circulante se registrará, sin embargo, como una mayor/menor cancelación o traspaso a corto plazo del respectivo crédito o débito. Procede, por tanto, eliminar dicho abono de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Alternativamente, bajo ciertas condiciones, se pueden contabilizar en resultados diferencias positivas de cambio sobre deudores y acreedores a largo plazo no vencidos que compensen diferencias negativas anteriormente contabilizadas. La eliminación de estas últimas implica que tampoco debamos considerar como origen de fondos las diferencias de signo contrario.

f) Resultados por Enajenación de Inmovilizado y de Acciones Propias:

Los resultados por baja en inventario o enajenación de inmovilizado y acciones y obligaciones propias tampoco deben formar parte de los recursos de las operaciones, recogién dose, en su caso, como un origen de fondos el importe de la venta en el epígrafe reservado a tal fin (epígrafes n°s. 5 y 6 de la columna de orígenes: "Enajenación de Inmovilizado" y "Enajenación de acciones y obligaciones propias", respectivamente) y que resulta de sumar algebraicamente el beneficio o pérdida al valor neto contable del activo enajenado. Es decir, no es que se elimine el flujo debido al resultado de la enajenación, simplemente se refleja como un flujo derivado de actividades de inversión, en el seno del origen total referido al precio de venta (Martínez Churíaque, 1992 p. 39). Por otra parte, el resultado del rescate de obligaciones se agrega al valor por el que aparecen contabilizados los títulos, a efectos de cuantificar la cancelación anticipada de deudas a largo plazo.

g) Subvenciones de Capital Traspasadas al Resultado del Ejercicio:

Las subvenciones de capital no reintegrables tienen la consideración de un origen de fondos por operaciones de financiación por el importe total concedido a la empresa en el ejercicio en que nace el derecho a su disposición (López Herrera

y Otros, 1993 p. 453). Su impacto sobre la cuenta de resultados, sin embargo, se difiere en función de la vida útil de los bienes cuya adquisición ha sido financiada con dicha subvención, o hasta la enajenación de los mismos. Ello significa que deberemos eliminar las disminuciones en su saldo que se produzcan por simple traspaso a resultados del ingreso diferido.

h) Impuestos Anticipados y Diferidos y Créditos por Pérdidas a Compensar:

También deben ser eliminados el registro y cancelación de las diferencias reversibles a largo plazo entre el impuesto sobre beneficios devengado y la cantidad a abonar a Hacienda por tal concepto, en la medida en que se registren impuestos anticipados y diferidos o créditos nacidos del derecho a compensar en ejercicios posteriores bases imponibles negativas. Se pretende con ello hacer equivalente el cargo en resultados con la variación realmente producida en el capital circulante. Además, la eliminación de ciertos ingresos y gastos, los cuales formaron parte de la base imponible del impuesto, implica que no exista relación entre el gasto devengado y los recursos autogenerados antes de impuestos, razón que abona su sustitución por la aplicación de recursos destinados al pago de impuestos.

Los Recursos Procedentes de las Operaciones como Indicador de los Recursos Generados

El Cuadro de Financiación nos ofrece una medida de los recursos generados mucho más depurada que la tradicional definición de beneficios más amortizaciones, y que se adapta plenamente a las relaciones contables y a los formatos instaurados en el Plan General de Contabilidad de 1990.

Es de destacar, en primer lugar, para la futura interpretación de esta cifra, que dentro de los recursos positivos y negativos procedentes de las operaciones corrientes se incluyen los intereses explícitos, no así la carga financiera implícita nacida de débitos y créditos en los que no coincide el importe puesto a disposición del prestatario con el valor de reembolso.

Mientras que los resultados por enajenación de inmovilizado se incorporan a su valor neto contable para calcular el origen de fondos en términos de monetario percibido o a percibir, no ocurre lo mismo con las pérdidas y ganancias consecuencia de la salida del inventario de la empresa de partidas de circulante, incluidas las inversiones financieras temporales.

Un problema relacionado con la cuantificación de gastos e ingresos extraordinarios como recursos procedentes de las operaciones, cuando los mismos no se hallan recogidos en la relación de eliminaciones (resultados por enajenación, dotaciones

a provisiones de inmovilizado y de la cartera de control, subvenciones de capital traspasadas al resultado del ejercicio), es el debido al registro de saneamientos de activo, los cuales no deben ser considerados como variación de fondos, al menos en lo que respecta al inmovilizado (Stein, 1990 p. 91).

Ciertos autores, en aplicación estricta de la definición de recursos generados, no consideran aceptable la inclusión de gastos e ingresos no financieros como las dotaciones a provisiones de circulante dentro de los recursos procedentes de las operaciones, abogando por la práctica de una eliminación similar a la realizada sobre las amortizaciones y provisiones de inmovilizado. De proceder así, la variación en el Capital Circulante registrada en el Cuadro de Financiación no coincidiría con la obtenida por diferencia entre dos Balances de situación consecutivos. No es posible, por tanto, obtener de manera simultánea dicha variación junto a la totalidad de los flujos financieros derivados de los resultados.

Una crítica común al registro del impuesto sobre beneficios en los estados contables, tanto en lo que se refiere a su devengo en la cuenta de Pérdidas y Ganancias como en cuanto a los flujos de tesorería a que da lugar, se refiere a la consideración global de dicho flujo, es decir, sin tener en cuenta que el mismo grava no solamente a las operaciones corrientes, sino a resultados de operaciones de inversión y de financiación. Se justifica lo anterior en que su desglose iría contra el aspecto cualitativo de la economicidad, al superar el coste de realizar dicha

subdivisión a la ganancia de información obtenida.

Como resumen, diremos que los recursos procedentes de las operaciones son algo más que recursos generados por operaciones de explotación, formando parte de los mismos algunos conceptos que integran los resultados financieros y extraordinarios, persiguiéndose más bien una derivación lo más directa posible del beneficio, según otros criterios de clasificación de flujos al uso, como el que distingue las operaciones corrientes de las de inversión y financiación.

Pérdidas y Ganancias de Explotación

- + Dotaciones a Amortizaciones
 - + Dotaciones Netas a Provisiones de Inmovilizado
 - + Dotaciones a Provisiones para Riesgos y Gastos (*)
 - Excesos de Provisiones para Riesgos y Gastos (*)
-

Recursos Procedentes de (Aplicados en) las Operaciones de Explotación (antes de intereses e impuestos)

- + Ingresos financieros que han supuesto aumento de Capital Circulante
 - Gastos financieros que han supuesto disminución de Capital Circulante.
 - + Ingresos extraordinarios
 - + Ingresos y beneficios de otros ejercicios que han supuesto aumento de Capital Circulante.
 - Gastos extraordinarios
 - Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores que han supuesto disminución del Capital Circulante.
 - (+) Disminución (aumento) de Capital Circulante por Impuesto sobre Sociedades
 - + Impuesto sobre Sociedades Devengado
-

Recursos Procedentes de (Aplicados en) las Operaciones Corrientes

- (*) excepto ciertas provisiones para responsabilidades, dotadas contra resultados extraordinarios

En la clasificación anterior no se hace referencia a gastos e ingresos extraordinarios contabilizados como minoración o incorporación de partidas de activo fijo. Siguiendo a Larrán (1992 p. C214), los mismos también deberían ser objeto de eliminación a efectos de determinar los recursos procedentes de las operaciones. Lo mismo se podría decir de ingresos y gastos de ejercicios anteriores, en la parte que no represente una variación de fondos en el sentido que le otorga el Cuadro de Financiación.

B) Gastos de Establecimiento y Formalización de Deudas

Siguiendo con la columna de aplicaciones, aparecen como tales los gastos de establecimiento. Nos referimos al importe de los gastos del ejercicio devengados por tal concepto que han sido capitalizados. Comprende tanto los gastos de constitución, gastos de primer establecimiento y gastos de ampliación de capital, producidos durante en el ejercicio a que se refiere el Cuadro de Financiación, aun cuando su imputación a resultados se registre total o parcialmente en ejercicios posteriores. También se inscriben en este epígrafe los gastos de formalización de deudas capitalizados en dicho período.

C) Adquisiciones de Inmovilizado y de Acciones Propias

Comprende los importes pagados o a pagar por inversiones en

inmovilizado inmaterial, material y financiero, así como por la adquisición de acciones propias, realizadas en el ejercicio de referencia. Dentro del inmovilizado financiero, se expresan por separado las adquisiciones de títulos emitidos por empresas del grupo, asociadas y no vinculadas. Se prescinde de los cargos por traspasos entre cuentas de inmovilizado, así como los derivados de actualizaciones legalmente admitidas. No es necesario, sin embargo, que la adquisición se liquide al contado o se vaya a abonar a corto plazo; una adquisición financiada con deuda a largo plazo también se considera una aplicación de fondos, aunque la variación de capital circulante no exista al verse compensada por un origen de fondos por el importe de la financiación ajena recibida.

En contra de lo que parece deducirse de la denominación de este epígrafe, el importe invertido en el inmovilizado construido con los medios propios de la empresa también forma parte de esta partida, al menos en los importes capitalizados que constituyan variaciones negativas de capital circulante, es decir, recursos aplicados en las operaciones. Ello excluye partidas tales como la capitalización de diferencias de cambio y de intereses o la amortización de los bienes utilizados en la fabricación o construcción. En este último caso, otra solución, propuesta por Gonzalo Angulo (1990 p. 494), sería reflejar la aplicación de fondos por la inversión total y un origen de fondos por las amortizaciones incorporadas al coste de producción.

En el inmovilizado financiero que se refiera a créditos a largo plazo por operaciones de tráfico procederá eliminar de las aplicaciones la parte que corresponda a la carga financiera diferida a soportar por el deudor, dado que se recoge solamente el principal del crédito.

D) Reducciones de Capital

Este epígrafe recoge las cantidades devueltas o que la empresa se ha comprometido a devolver a los socios con ocasión de acuerdos de reducción de capital. No incluye, por tanto, las reducciones por condonación de dividendos pasivos ni para compensación de pérdidas.

E) Dividendos

Expresa las cantidades abonadas o que se acuerda abonar a los socios en concepto de dividendos durante el período o ejercicio a que se refiere el Cuadro de Financiación, tanto a cuenta de resultados como una vez aprobada su distribución en la junta general ordinaria. Obsérvese que los recursos procedentes de las operaciones se calcularon antes del reparto de dividendos, es decir, se corresponden con el concepto de recursos generados, y que la aplicación por dividendos puede constituir un reparto tanto de los recursos generados del ejercicio anterior como de los del mismo ejercicio, en el caso de que se abone un dividendo

a cuenta. Se prescinde, por tanto, de considerar los flujos operativos retenidos, en cuyo caso se daría un reconocimiento simultáneo del beneficio y de la deuda con los accionistas, a recoger como disminución de capital circulante (Rivero Torre y Otros, 1994 p. 97).

F) Cancelación Anticipada o Traspaso a Corto Plazo de Deudas a Largo Plazo

Su nombre es claramente indicativo de su contenido; recoge el impacto en el capital circulante de tales cancelaciones o traspasos.

Los traspasos a corto plazo son flujos de carácter interno, pero ello no implica que dejen de ser recogidos en el Cuadro de Financiación en tanto que representan verdaderas variaciones de capital circulante (Martínez Conesa, 1994 p. C-70). Informa esta partida, por tanto, de un cambio en la estructura financiera de la empresa, en lo que respecta a la más próxima exigibilidad de los pasivos en cuestión y lo hace expresando los valores de reembolso de tales débitos, incluyendo, en su caso, intereses implícitos en forma de prima de emisión y/o reembolso.

G) Provisiones para Riesgos y Gastos

Recoge en teoría la variación en el capital circulante que ocasiona el traspaso a corto plazo y posterior aplicación de tales provisiones, traducéndose en una salida de fondos de la empresa. Se impone, para ello la previa reclasificación en balance de las provisiones para riesgos y gastos a aplicar a corto plazo. En la práctica puede resultar difícil realizar dicho traspaso limitándose a recoger este epígrafe los importes vencidos en el ejercicio.

En el caso de la aplicación de un fondo de reversión, la operación no afecta formalmente al capital circulante, pero ello no es óbice para considerar separadamente el origen de fondos que recoja su reembolso.

H) Aportaciones de Accionistas

Indica las aportaciones externas efectivas de accionistas en concepto de ampliaciones de capital o para compensación de pérdidas. El que sean efectivas significa que recoge recursos ya recibidos o que se van a recibir en breve plazo al haberse acordado su desembolso, tanto por el nominal como en concepto de primas de emisión. No se incluyen, por tanto, los importes cuyo desembolso todavía no ha sido exigido ni la parte de una ampliación contabilizada con cargo a reservas. Por contra, se añaden los desembolsos pendientes de ampliaciones realizadas en

ejercicios anteriores cuyo pago es acordado a lo largo del período de referencia.

En el supuesto de ampliaciones de capital por conversión de deudas o por aportaciones no dinerarias, pese a que no se produzca un incremento del capital circulante, el criterio a seguir consiste en expresar separadamente el origen por la ampliación de la aplicación por la cancelación del pasivo exigible o por la incorporación al patrimonio de la empresa del bien recibido de los accionistas. Logicamente, si la aportación no dineraria consistiere en un activo circulante, el origen por ampliación de capital tendría como contrapartida un aumento del capital circulante (Gámez Blanco, 1994 p. 573).

I) Subvenciones de Capital

Se refiere al importe íntegro de los recursos no exigibles recibidos durante el ejercicio en concepto de subvención a la adquisición de activos fijos, con independencia de que su incidencia sobre el beneficio se distribuya en varios años.

J) Deudas a Largo Plazo

Fondos recibidos a lo largo del ejercicio por operaciones de endeudamiento con vencimiento a largo plazo. No tiene por qué coincidir, por tanto, con el valor de reembolso de tales débitos

reflejado en el pasivo del balance. Se refiere a las cantidades efectivamente ingresadas por el prestario, es decir, por la empresa que formula el Cuadro de Financiación. Lo anterior lleva a no considerar como origen de fondos la parte del valor de reembolso que se refiere a gastos por intereses diferidos y a diferencias de cambio, en créditos y préstamos en moneda extranjera.

En el caso de préstamos y créditos con vencimientos parciales iniciales tanto a corto como a largo plazo, como es el caso, por ejemplo, de un arrendamiento financiero, entendemos que el origen de fondos se refiere al importe total de la financiación ajena recibida, con independencia de considerar como aplicación de fondos -traspaso a corto plazo o cancelación anticipada de deudas a largo plazo- los importes amortizados en el propio ejercicio o a amortizar al año siguiente, tal y como propone González Pino (1991 p. 96).

Los orígenes de recursos por este concepto son subdivididos en función de la naturaleza y procedencia de la operación, distinguiendo los empréstitos, las deudas con empresas del grupo y con empresas asociadas, las concedidas por entidades de crédito y las que financien adquisiciones de inmovilizado.

K) Enajenación de Inmovilizado y de Acciones Propias

En este epígrafe figuran los importes percibidos o pendientes de percibir por enajenación de bienes de inmovilizado inmaterial, material y financiero, y por la enajenación de la autocartera de la empresa, efectuadas en el ejercicio. Como ya hemos visto, se calcula añadiendo al valor neto del bien enajenado el resultado de la venta. El origen de fondos existe con independencia de que la venta se liquide al contado o quede pendiente de cobro a corto o a largo plazo. En este último caso, al igual que ocurría con las adquisiciones de inmovilizado, el origen por la enajenación no se traducirá por el momento en un aumento de capital circulante, sino que se registrará una aplicación de fondos recíproca por el crédito a largo plazo concedido.

L) Cancelación Anticipada o Traspaso a Corto Plazo de Inmovilizaciones Financieras

Refleja la incidencia sobre el capital circulante de los recursos obtenidos por anticipado o a percibir a corto plazo con ocasión de la amortización de inversiones financieras de carácter permanente. La aplicación lo es por el importe a percibir por la empresa, incluyendo, en su caso, los intereses implícitos cargados al deudor y las diferencias positivas o negativas de cambio que se reflejen en el valor del activo en la fecha de su traspaso a corto plazo.

M) Débitos y Créditos a Largo Plazo por Operaciones de Tráfico.
Renegociación de Inversiones Financieras Temporales y de
Débitos y Créditos a Corto Plazo

Además de los epígrafes contenidos en el formato de Cuadro de Financiación incluido en el Plan, las normas de elaboración de dicho estado, contenidas en el mismo documento, dictan la obligación de registrar dos nuevas partidas, tanto en orígenes como en aplicaciones, en el caso de que existan variaciones de capital circulante consecuencia de débitos y créditos por operaciones de tráfico a largo plazo o cuando tiene lugar la renegociación de débitos y créditos con vencimiento a corto plazo, y que da lugar a su traspaso a largo plazo.

De acuerdo con el criterio de clasificación temporal que preside la elaboración de este estado contable, los créditos y débitos por operaciones comerciales con vencimiento superior a los doce meses al cierre del ejercicio se deben incluir, respectivamente, en el inmovilizado financiero y en el pasivo exigible a largo plazo del Balance. Las aplicaciones y orígenes derivados del nacimiento y traspaso a corto plazo o cancelación de tales créditos y débitos deben figurar, asimismo, separadamente en el Cuadro de Financiación.

Se abren, por tanto, sendos epígrafes en los que figurarán como "Recursos Aplicados en Operaciones de Tráfico", la concesión de créditos comerciales a largo plazo y la cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de las deudas comerciales con

vencimiento inicial superior a los 12 meses. Los "Recursos Obtenidos por Operaciones de Tráfico", por su parte, englobarán las deudas a largo plazo concedidas por los proveedores y la cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de los créditos comerciales a largo plazo.

Se deben recoger también separadamente las aplicaciones de recursos en inversiones financieras permanentes que se produzcan a causa de la renegociación de créditos con vencimiento a corto plazo, siempre que aquéllas alcancen un montante significativo. Tales aplicaciones deberán quedar recogidas en un nuevo epígrafe denominado "Renegociación de Inversiones Financieras Temporales".

De manera análoga, los orígenes de fondos procedentes de la ampliación del vencimiento de deudas a corto plazo, y que transforme a éstas en pasivo exigible a largo plazo, obligará a recoger sus importes significativos en un epígrafe con el nombre de "Renegociación de Deudas a Corto Plazo".

N) Transferencias de Inmovilizado a Existencias

En el supuesto de que se den traspasos de inmovilizado material a existencias, caso contemplado en las Normas de Adaptación del Plan General de Contabilidad a las Empresas Inmobiliarias (Orden de 28/12/1994), la variación de capital circulante, concretada en un aumento de existencias, tendrá su contrapartida en un origen de fondos. Las referidas Normas de

Adaptación proponen el reflejo de dicho origen de forma separada, bajo la denominación de "Traspaso a Corto Plazo de Inmovilizado Material".

2. El Cuadro de Financiación Consolidado de las Normas de Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas

2.1 El Formato del Cuadro de Financiación Consolidado

En el ámbito de la información contable consolidada cabe también la formulación de un Cuadro de Financiación. Dicho estado se encuentra regulado en el artículo 67 de las Normas de Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (NFCAC), recogidas en el Real Decreto 1815/1991 de 20 de diciembre. Su presentación es voluntaria para los grupos españoles, reflejando sus epígrafes los orígenes y aplicaciones consecuencia de operaciones realizadas por las sociedades del conjunto consolidable con el exterior del mismo, tanto del ejercicio de las cuentas anuales como del inmediato anterior.

El formato del Cuadro de Financiación consolidado, recogido en la página siguiente, es bastante parecido a su homónimo individual; se trata, por tanto, de un estado de flujos de capital circulante, pero a nivel consolidado. Nos referiremos a continuación a las particularidades que presenta.

En primer lugar, debe quedar claro que el Cuadro de Financiación consolidado no refleja flujos que sean consecuencia de operaciones entre sociedades del grupo. En cuanto a las operaciones entre una sociedad del grupo y una sociedad multigrupo consolidada por integración proporcional, se deben eliminar solamente en el porcentaje de participación que ostente el grupo.

CUADRO DE FINANCIACION CONSOLIDADO

APLICACIONES	Ej N	Ej N-1	ORIGENES	Ej N	Ej N-1	
1. Recursos aplicados en las operaciones			1. Recursos procedentes de las operaciones			
a) Atribuidos a la sociedad dominante			a) Atribuidos a la sociedad dominante			
b) Atribuidos a socios externos			b) Atribuidos a socios externos			
2. Gastos de establecimiento y formalización de deudas			2. Aportaciones de socios externos y de los socios de la sociedad dominante			
3. Adquisiciones de inmovilizado			3. Subvenciones de capital			
a) Inmovilizaciones inmateriales			4. Deudas a largo plazo			
b) Inmovilizaciones materiales			a) Empréstitos y otros pasivos análogos			
c) Inmovilizaciones financieras			b) Otras deudas			
4. Adquisición de acciones de la sociedad dominante			5. Enajenación de inmovilizado			
5. Reducciones de capital de la sociedad dominante			a) Inmovilizaciones inmateriales			
6. Dividendos			b) Inmovilizaciones materiales			
a) De la sociedad dominante			c) Inmovilizaciones financieras			
b) De las sociedades del grupo atribuido a socios externos			6. Enajenación de acciones de la sociedad dominante			
7. Adquisición de participaciones adicionales en sociedades consolidadas			7. Enajenación parcial de participaciones en sociedades consolidadas			
8. Recursos aplicados por adquisición de sociedades consolidadas			8. Origen de recursos por enajenación de sociedades consolidadas			
9. Cancelación o traspaso a corto plazo de deuda a largo plazo			9. Cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de inmovilizaciones financieras			
10. Provisiones para riesgos y gastos						
TOTAL APLICACIONES			TOTAL ORIGENES			
EXCESO DE ORIGENES SOBRE APLICACIONES (AUMENTO DE CAPITAL CIRCULANTE)			EXCESO DE APLICACIONES SOBRE ORIGENES (DISMINUCION DE CAPITAL CIRCULANTE)			
				EJERCICIO N	EJERCICIO N-1	
VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE			AUMENTOS	DISMINUCIONES	AUMENTOS	DISMINUCIONES
1. Accionistas por desembolsos exigidos						
2. Existencias						
3. Deudores						
4. Acreedores						
5. Inversiones financieras temporales						
6. Acciones de la sociedad dominante						
7. Tesorería						
8. Ajustes por periodificación						
TOTAL						
VARIACION DEL CAPITAL CIRCULANTE						

Nada se dice de los flujos por operaciones externas de las sociedades consolidadas por integración proporcional. En buena

lógica, siendo coherentes con la información suministrada en el Balance y en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados, deben reflejarse sólo en la cuantía que resulte de aplicar el porcentaje de participación de la sociedad o sociedades del grupo.

En todo lo que no dicen las NFCAC, las normas de elaboración del Cuadro de Financiación individual tienen un carácter subsidiario a la hora de regular la formulación del Cuadro de Financiación consolidado.

Con independencia del formato expuesto, se debe incluir un desglose de los flujos no eliminados con sociedades consolidadas por integración proporcional y de los flujos con sociedades puestas en equivalencia.

Para la determinación de los importes que deben figurar en cada uno de los epígrafes del Cuadro de Financiación consolidado podemos basarnos tanto en los datos del Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidados del ejercicio a que se refiere el Cuadro como en los Cuadros de Financiación individuales de las sociedades del conjunto consolidable (Corona Romero, 1991 p. 78).

2.1.1 Recursos Procedentes de o Aplicados en las Operaciones

Sobre el resultado consolidado del ejercicio a que se refiere el Cuadro se aplican, en principio, los mismos ajustes que cabría realizar para calcular los recursos procedentes de las

operaciones individuales (amortizaciones, provisiones, diferencias de cambio, etc.).

Se añaden además una serie de ajustes específicos, como son el de la dotación a la amortización del fondo de comercio de consolidación o la eliminación de la imputación a resultados de diferencias negativas de consolidación, así como de la participación en resultados (beneficios o pérdidas) de sociedades puestas en equivalencia, dado que sólo los dividendos percibidos por el grupo forman parte de los recursos generados (Fernández Fernández, 1993 p. 531).

La eliminación de la imputación a resultados de la diferencia de primera consolidación (positiva o negativa) se extiende también a la amortización de diferencias de valoración de elementos concretos del patrimonio de las dependientes.

La contrapartida de la eliminación de la participación en el resultado de sociedades puestas en equivalencia será la propia participación en la asociada, por el importe del cargo o abono efectuado al formular el Balance consolidado, a efectos de imputar la parte proporcional del beneficio o pérdida. Ello supone, por tanto, no considerar como aplicación u origen el aumento o la disminución del inmovilizado financiero debidos a la corrección valorativa que supone la puesta en equivalencia.

Se expone a continuación un resumen de los ajustes a incluir en la conciliación entre resultados consolidados y recursos

procedentes de las operaciones consolidados:

Conciliación entre el saldo de Pérdidas y Ganancias consolidadas y los recursos procedentes de las operaciones consolidados:

Pérdidas y Ganancias Consolidadas:

Correcciones positivas:

- + Dotaciones a amortizaciones y provisiones de inmovilizado
- + Dotación a la provisión para riesgos y gastos.
- + Gastos derivados de intereses diferidos.
- + Amortización de gastos de formalización de deudas.
- + Diferencias negativas de cambio, sobre débitos y créditos a largo plazo.
- + Pérdidas por enajenación de inmovilizado.
- + Impuestos sobre beneficios diferido en el ejercicio, reversión de impuestos sobre beneficios anticipados y de créditos por pérdidas a compensar de ejercicios anteriores.
- + Dotación a la amortización del fondo de comercio de consolidación
- + Participación en pérdidas de sociedades puestas en equivalencia

Correcciones negativas:

- Excesos de provisiones de inmovilizado
- Excesos de provisiones para riesgos y gastos
- Ingresos derivados de intereses diferidos
- Diferencias de cambio positivas, sobre débitos y créditos a largo plazo.
- Beneficios en la enajenación de inmovilizado.
- Subvenciones de capital traspasadas al resultado del ejercicio.
- Impuesto sobre beneficios anticipado en el ejercicio, crédito por pérdidas a compensar del ejercicio y reversión de impuestos sobre beneficios diferidos en ejercicios anteriores.

- Reversión de diferencias negativas de consolidación
 - Participación en beneficios de sociedades puestas en equivalencia.
-
- = Recursos procedentes de las operaciones (consolidados)

Las pérdidas y los beneficios por enajenación de inmovilizado comprenden igualmente los resultados derivados de la venta de participaciones en sociedades del perímetro de la consolidación.

En el caso de que se integren flujos de filiales extranjeras originariamente denominados en una moneda distinta, si la conversión se produjo por el método monetario-no monetario, los resultados consolidados pueden incluir la atribución de resultados de conversión. Tales resultados de conversión, en la parte que difieran del efecto de la variación en el tipo de cambio de conversión sobre el capital circulante consolidado, deberían ser eliminados a efectos de determinar los recursos procedentes de las operaciones consolidados.

2.1.2 Recursos Aplicados en Concepto de Impuesto sobre Beneficios

La eliminación de cargos y abonos en cuentas de impuesto sobre beneficios anticipado y diferido, y de créditos por pérdidas a compensar de ejercicios anteriores, al igual que ocurre en la formulación del Cuadro de Financiación individual,

obedece a registrar como aplicación de fondos no el gasto devengado en concepto de impuesto sobre beneficios, determinado según el método del efecto impositivo, sino las cantidades abonadas o a abonar a Hacienda a corto plazo por dicho concepto. La determinación de la cuota agregada vendrá condicionado por el régimen de tributación de las sociedades del grupo: individual o consolidado.

Mientras bajo tributación individual la deuda tributaria del grupo se calcula sobre una base agregada, en el régimen de declaración consolidado la base es consolidada, es decir, sin tener en cuenta los resultados por operaciones internas. En cambio, cualquiera que sea el régimen de liquidación del impuesto sobre beneficios, la cuenta de Hacienda Pública, Acreedor por Impuesto sobre Sociedades reflejada en el Balance consolidado coincidirá con la agregación de los pasivos individuales correspondientes.

En cuanto al devengo del gasto contable por impuesto sobre beneficios, tanto a nivel individual como consolidado se determina a partir del resultado contable antes de impuestos, individual o consolidado. La única variación debida a la aplicación del régimen de declaración consolidada puede venir dada por la diferente aplicabilidad de las deducciones sobre la cuota, dado que en este último caso el límite lo pone la base imponible consolidada y no cada una de las bases imponibles individuales.

En resumen, con independencia del régimen de tributación, el impuesto sobre beneficios devengado como gasto en cuentas individuales se calcula sobre un resultado antes de impuestos individual, sin eliminar los resultados por operaciones internas, mientras que el gasto consolidado se determina a partir de un saldo de pérdidas y ganancias consolidado, esto es, después de eliminar los resultados por operaciones internas.

Base para el cálculo del impuesto devengado y la cuota del Impuesto sobre Sociedades en el régimen de declaración individual y en el consolidado:

Contabilización del Impuesto sobre Beneficios individual:

	Régimen de Tributación Individual	Régimen de Tributación Consolidado
Gasto por Impuesto sobre Beneficios	Sobre el Resultado Contable Individual antes de impuestos	
Cuota a Pagar	Sobre la Base Individual	Sobre la Base Consolidada (proporción)

Contabilización del Impuesto sobre Beneficios consolidado:

	Régimen de Tributación Individual	Régimen de Tributación Consolidado
Gasto por Impuesto sobre Beneficios	Sobre el Resultado Contable Consolidado antes de impuestos	
Cuota a Pagar	Sobre la Base Agregada	Sobre la Base Consolidada

En cuanto a la incidencia del proceso de consolidación en la aparición de diferencias temporales entre el resultado contable antes de impuestos y la base imponible, bajo la modalidad de tributación individual, dado que la cuota se determina sobre una base agregada, la existencia de resultados por operaciones internas implica la contabilización en el Balance consolidado de impuestos anticipados y diferidos (por consolidación) por la respectiva eliminación de beneficios y pérdidas intragrupo a efectos de determinar el resultado consolidado antes de impuestos.

Sin perjuicio de diferencias entre resultados contables individuales e ingresos y gastos a computar en la base imponible, el resultado contable consolidado y la base imponible del Régimen de Declaración Consolidada coinciden en general en lo que respecta a eliminaciones por operaciones internas.¹

No obstante, en cuentas individuales pueden aparecer impuestos anticipados y diferidos (por operaciones intragrupo) como consecuencia de la respectiva eliminación de pérdidas y beneficios por operaciones internas a efectos de determinar la base imponible consolidada, a partir de la cual se calcula la cuota individual de cada sociedad. Tales cuentas se eliminan en el proceso de formulación de las cuentas anuales consolidadas, dado que los resultados que los causaron no forman parte del saldo de Pérdidas y Ganancias consolidadas.

¹ Sobre el particular se puede consultar el artículo de López-Santacruz (1994 pp. 20-21).

Como resumen de lo expuesto en los párrafos anteriores, se tendría:

Diferencias Temporales por consolidación:

Régimen de Tributación Individual:

	Balance Individual	Balance Consolidado
Beneficio por operación interna	-	Impuesto anticipado por consolidación
Pérdida por operación interna	-	Impuesto diferido por consolidación

Régimen de Tributación Consolidada:

	Balance Individual	Balance Consolidado
Beneficio por operación interna	Impuesto diferido por operaciones intragrupo	-
Pérdida por operación interna	Impuesto anticipado por operaciones intragrupo	-

Tras los comentarios recogidos en los puntos anteriores, procederemos a continuación al estudio concreto de la determinación de los recursos procedentes de las operaciones consolidadas una vez tomada en cuenta la aplicación de fondos en concepto de impuesto sobre beneficios.

a) Determinación de los Recursos Aplicados por Impuesto sobre Sociedades en Tributación Individual:

Supuesto un régimen de tributación individual, a efectos de determinar los recursos procedentes de las operaciones consolidado deberán realizarse los ajustes necesarios para transformar el gasto contable consolidado por impuesto sobre beneficios en cantidades a abonar a corto plazo. La relación de los mismos sería:

Impuesto sobre Beneficios Consolidado

- + Impuesto sobre Beneficios Anticipado Individual Agregado
 - + Impuesto sobre Beneficios Anticipado por Consolidación
 - + Reversión de Impuesto sobre Beneficios Diferido Individual Agregado
 - + Reversión de Impuesto sobre Beneficios Diferido por Consolidación
 - + Crédito por Pérdidas a Compensar del Ejercicio Individuales Agregadas
 - Impuesto sobre Beneficios Diferido Individual Agregado
 - Impuesto sobre Beneficios Diferido por Consolidación
 - Reversión de Impuesto sobre Beneficios Anticipado Individual Agregado
 - Reversión de Impuesto sobre Beneficios Anticipado por Consolidación
 - Cancelación de Créditos por Bases Imponibles Negativas de Ejercicios Anteriores Compensadas en el Ejercicio
-
- = **Aplicación por Impuesto sobre Beneficios**
(Menores Recursos Procedentes de las Operaciones Corrientes Consolidados)

En puridad, como ocurriría con la aplicación individual por impuesto sobre beneficios, para reflejar las cantidades a abonar a corto plazo se deberían eliminar solamente los cargos y abonos en cuentas de impuestos anticipados y diferidos y créditos por pérdidas a compensar a largo plazo.

Ciertas eliminaciones de resultados por operaciones internas derivan en un diferimiento de beneficios "sine die", como puede ser el caso de una compra-venta intragrupo de inmovilizado no depreciable, en la que se desconoce el momento de su futura realización, por enajenación a terceros del bien objeto de la transacción. En este caso, por prudencia, no debe contabilizarse en el Balance consolidado activo alguno en concepto de impuesto sobre beneficios anticipado por consolidación, dado que se desconoce si se podrá recuperar finalmente o no. Bajo este supuesto, la diferencia temporal recibiría el mismo tratamiento que una diferencia permanente. Entendemos, por tanto, que a los impuestos anticipados consolidados nacidos de eliminaciones por operaciones internas les son de aplicación las mismas cautelas que rigen para los impuestos anticipados a registrar en cuentas anuales individuales, recogidas en la Resolución del ICAC de 30 de abril de 1992. Dicha resolución basa la futura recuperación de los mismos en un plazo de reversión no superior a los 10 años y en que la empresa que los contabilice no venga sufriendo pérdidas de forma habitual, salvo que el importe de los impuestos diferidos sea igual o superior a los impuestos anticipados y que el plazo de reversión de los impuestos diferidos sea igual al de los impuestos anticipados (ICAC 1992, p. 17).

En cuanto a la eliminación de dividendos intragrupo, a efectos de determinar el resultado consolidado del ejercicio en que tiene lugar su reparto, tales dividendos se eliminan de los ingresos financieros individuales de la sociedad perceptora, de forma que no se incluyen en el resultado contable ajustado consolidado y, por tanto, no se tienen en cuenta para el cómputo del gasto consolidado por impuesto sobre beneficios.

A efectos fiscales, el ingreso de participaciones en el capital anotado por la sociedad que recibe el dividendo forma parte de la base imponible de la misma y por esta vía entraría también en la base imponible agregada. Igualmente, el resultado a que se refiere dicho dividendo ya habría sido incluido en la base imponible agregada del grupo del ejercicio a que corresponde dicho resultado. Este fenómeno de doble imposición, de acuerdo con el artículo 28 de la Ley 43/95 del Impuesto sobre Sociedades, se elimina totalmente cuando la sociedad que reparte el dividendo se encuentre participada directa o indirectamente en más de un 5 por 100 por la sociedad que perciba los dividendos, siempre que dicha participación se hubiese poseído de manera ininterrumpida durante el año anterior al día en que sea exigible el beneficio que se distribuya. Se trata, por tanto, de sumar al resultado contable ajustado consolidado, dentro de las diferencias permanentes por consolidación, el dividendo cobrado, a efectos de calcular la base imponible agregada, restándose posteriormente, en concepto de deducción sobre la cuota, el resultado de multiplicar el tipo de gravamen por el dividendo incluido en la base.

De no ser aplicable en su totalidad la deducción por doble imposición de dividendos, la diferencia permanente positiva entre resultado consolidado antes de impuestos y base imponible agregada no podría ser compensada más que en el 50 por cien, cuando no se cumple el requisito de dominio anteriormente citado.

b) Determinación de los Recursos Aplicados por Impuesto sobre Sociedades en Tributación Consolidada:

Si se tributa en régimen de declaración consolidada, para conciliar el resultado consolidado del ejercicio con los recursos procedentes de las operaciones, a efectos de convertir el gasto por impuesto sobre beneficios en recursos aplicados por impuestos a pagar, solamente deberemos eliminar las cuentas de impuestos anticipados y diferidos debidas a diferencias temporales en resultados individuales.

Las anotaciones en cuentas de créditos por bases imponibles negativas del ejercicio a compensar en períodos posteriores sólo pueden proceder de una base imponible consolidada negativa, en cuyo caso también debería ajustarse. La conciliación entre el gasto por impuestos y la aplicación de fondos sería ahora:

Impuesto sobre Beneficios Consolidado

- + Impuesto sobre Beneficios Anticipado Individual Agregado
 - + Reversión de Impuesto sobre Beneficios Diferido Individual Agregado
 - + Crédito por Pérdidas Consolidadas a Compensar del Ejercicio
 - Impuesto sobre Beneficios Diferido Individual Agregado
 - Reversión de Impuesto sobre Beneficios Anticipado Individual Agregado
 - Cancelación de Créditos por Bases Imponibles Consolidadas Negativas de Ejercicios Anteriores Compensadas en el Ejercicio
-
- = **Aplicación por Impuesto sobre Beneficios**
(Menores Recursos Procedentes de las Operaciones Corrientes Consolidados)

2.1.3 Análisis del resto de Epígrafes

A) Adquisiciones de Acciones de la Sociedad Dominante

Siguiendo con el examen de la información que diferencia al Cuadro de Financiación consolidado de su homónimo individual, las aplicaciones a que se refiere este epígrafe recogen las cantidades destinadas a la adquisición a terceros ajenos al grupo de acciones de la sociedad dominante, bien por la propia sociedad o por sus filiales.

Se deduce, por tanto, que no deben incluirse las transferencias internas de fondos por transacciones de participaciones en el capital de las sociedades del grupo.

Cuando es una filial la que adquiere sus propias acciones, las mismas serán eliminadas en el proceso de consolidación. En una operación de este tipo las acciones podían ser propiedad de otra sociedad del grupo, de socios externos, o darse ambos casos, de forma que la participación del grupo puede aumentar, disminuir o permanecer inalterable.

Si las acciones propias se compran exclusivamente a sociedades del grupo, de existir participación de socios externos en la sociedad que realiza la adquisición de autocartera, la misma no varía. A efectos de la información a reflejar en el Cuadro de Financiación consolidado, lo único que ocurrió fue un traspaso de tesorería interno, habiendo sido eliminado ya el resultado de la operación a efectos de calcular el beneficio consolidado.

En el otro extremo, de adquirirse las acciones propias exclusivamente a socios externos, el abono a tesorería experimentado por el grupo tiene su reflejo en una disminución del pasivo "Socios Externos". Dicha disminución reflejará una auténtica aplicación de fondos. La cuestión es si reflejarla en este epígrafe o en el que se refiere a las cantidades abonadas o a abonar por la adquisición de participaciones adicionales en sociedades consolidadas, dado que la consecuencia de esta operación es un aumento de la participación efectiva del grupo. A esta duda contribuye la denominación del epígrafe, que no hace referencia alguna a las acciones de filiales.

En el caso de que la compra de acciones propias por parte de la dependiente afecte por igual a las participaciones del grupo y a las de socios externos no da lugar a duda alguna en cuanto a la ubicación de la aplicación de fondos abonados a socios externos, dado que bajo dicho supuesto no se produciría un incremento de la participación del grupo.

B) Reducciones de Capital de la Sociedad Dominante

Este epígrafe refleja las cantidades abonadas o a abonar a los accionistas de la sociedad dominante y a los socios externos en concepto de reducción de capital. Muestra también la devolución de aportaciones a socios externos consecuencia de su participación en el reintegro del capital de las filiales.

Lo que no se incluye en ningún caso son los flujos entre sociedades del grupo, es decir, la participación de la sociedad dominante en una reducción de capital efectuada por una sociedad dependiente.

C) Aplicaciones por Dividendos

Las aplicaciones por dividendos comprenden exclusivamente los abonados o cuyo desembolso ya ha sido acordado en beneficio de los accionistas de la sociedad dominante y de los socios externos de las filiales, dado que los atribuidos a la sociedad

dominante deben ser eliminados de los resultados consolidados del ejercicio.

D) Adquisición de Participaciones Adicionales en Sociedades Consolidadas

El epígrafe de Adquisición de Participaciones Adicionales en Sociedades Consolidadas, refleja el precio de adquisición de las nuevas inversiones en sociedades dependientes ya consolidadas por integración global y sociedades multigrupo consolidadas por integración proporcional. Es esta la única aplicación de fondos para el grupo, producto de dicha inversión, el resto de variaciones en partidas del Balance consolidado deberán ser resumidas en dicha cifra.

E) Recursos Aplicados por Adquisición de Sociedades Consolidadas

Frente a la alternativa de reflejar separadamente las aplicaciones y los orígenes por los activos y pasivos adquiridos, en el caso de que una nueva sociedad entre a formar parte del conjunto consolidable se refleja un único flujo o aplicación en el epígrafe número ocho: "Recursos Aplicados por Adquisición de Sociedades Consolidadas" por la variación registrada en el capital circulante consolidado, esto es, el precio de adquisición de la participación menos el capital circulante de la sociedad

que pasa a formar parte del grupo. Esta solución viene acompañada de la obligación de informar en un anexo al Cuadro de Financiación consolidado de los siguientes importes referidos a la sociedad adquirida:

- Inmovilizado
- Pasivos a largo plazo
- Capital circulante
- Precio de adquisición de la participación

Pudiera ocurrir que algunos de los activos y pasivos en Balance de la filial adquirida a la fecha de la compra se hayan enajenado o cancelado en un instante posterior, previo al cierre de cuentas. En ese caso tales activos y pasivos tendrán que ser retrotraídos al Cuadro de Financiación, donde se registrará el origen o aplicación a que dio lugar su baja en Balance.

F) Adquisición de Sociedades Consolidadas por Puesta en Equivalencia

A diferencia de lo que ocurre con los resultados consolidados, como ya se ha comentado en páginas anteriores, los recursos procedentes de las operaciones consolidados no incluyen los atribuibles al grupo de entre los generados por las sociedades puestas en equivalencia (fundamentalmente sociedades asociadas), integrándose tan sólo los dividendos percibidos de tales sociedades. Ello equivale a asimilar el tratamiento de las

mismas a las de otro tipo de participaciones financieras, en detrimento de la vía alternativa de considerar el porcentaje de participación que le corresponde al grupo en los recursos procedentes de las operaciones de las sociedades puestas en equivalencia.

En el Cuadro de Financiación consolidado sólo debe aparecer, por tanto, una única aplicación en la fecha de compra de la participación, y ningún otro flujo hasta su enajenación total o parcial. Esto significa que las sucesivas modificaciones experimentadas por la cuenta de "Participaciones en Sociedades Puestas en Equivalencia", debidas a la atribución de diferencias de consolidación y resultados, no deben dar lugar a variación de fondos alguna.

G) Adquisiciones Sucesivas de Participaciones: Cambio en el Método de Consolidación

Si en virtud de nuevas compras de acciones, una participación en una sociedad asociada pasa a tener la consideración de dependiente, a consolidar por integración global, en el Cuadro de Financiación consolidado se debe reflejar la aplicación por la última adquisición realizada, por el efecto de dicha compra sobre el capital circulante consolidado, informando además en un anexo del precio de adquisición, así como de los activos y pasivos de la nueva sociedad dependiente, en la fecha de su incorporación al grupo. En los mismos términos, por

tanto, que para participaciones adquiridas por primera vez.

La disminución en participaciones puestas en equivalencia; los aumentos de activos y pasivos a largo plazo de la sociedad que se integra en el grupo; la diferencia de primera consolidación que pueda derivarse de la nueva adquisición, y el aumento del epígrafe de socios externos, por el porcentaje que les corresponde en los recursos propios de la dependiente, se refunden en una única aplicación de fondos, equivalente al precio pagado menos el capital circulante de la nueva dependiente, y que representa la variación del capital circulante consolidado una vez consumada la adquisición.

H) Aportaciones de Socios Externos y de los Socios de la Sociedad Dominante

Se refiere a las aportaciones de los accionistas del grupo, es decir, los socios externos y los socios de la sociedad dominante, reflejo de las verdaderas aportaciones de fondos al grupo, netas de desembolsos pendientes o de cargos a reservas. Ello implica no tener en cuenta la parte que le corresponda suscribir a la sociedad dominante en las ampliaciones de capital de las sociedades dependientes.

En las ampliaciones de sociedades dependientes, el origen por las aportaciones del exterior del grupo vendrá representado por el aumento del saldo de la cuenta de Socios Externos,

mientras que una ampliación del capital de la sociedad dominante indicará directamente el origen por el aumento de los fondos propios consolidados.

Como en el supuesto de la adquisición de acciones propias, o en una reducción de capital. Una ampliación de capital de una filial puede derivar en la modificación del reparto del tanto de participación de la dominante y el que corresponde a los socios externos. En ese caso habrá una entrada o una salida de fondos desde o hacia los socios externos.

Cuando la sociedad dominante ve incrementada la participación mediante la compra de derechos de suscripción a socios externos, se produce una aplicación de fondos, recogida en el epígrafe del Cuadro "Adquisición de Participaciones Adicionales en Sociedades Consolidadas". En caso contrario, cuando la sociedad del grupo que participa en el capital de la filial que amplía su capital vende derechos de suscripción a socios externos se puede plantear la duda de si considerar el origen de fondos como aportaciones de accionistas en concepto de ampliación de capital o como enajenación parcial de participaciones en sociedades consolidadas. Nos decantamos por esta última solución.

I) Enajenación Parcial de Participaciones en Sociedades Consolidadas

Tal y como ocurría con las aplicaciones por adquisiciones adicionales o por la incorporación de nuevas sociedades al conjunto consolidable, el precio de venta de tales participaciones va a figurar por separado en la columna de orígenes.

J) Enajenación de Participaciones por Venta a Terceros de Acciones Propias

Cuando los socios externos adquieren un número de acciones propias superior al que corresponde a su participación efectiva anterior en sociedades dependientes, teniendo en cuenta el efecto de la autocartera, lo que se produce en realidad es una enajenación parcial por parte de la sociedad dominante. Nos encontramos de nuevo con el problema de donde ubicar el origen de fondos.

A efectos de clasificar el flujo de fondos podríamos optar por:

- a) Considerarlo en su totalidad como un origen por enajenación de acciones propias.

- b) Considerar el importe ingresado por el aumento de la participación de socios externos como un origen por enajenación parcial de participaciones en sociedades consolidadas y el resto, como un origen por enajenación de acciones propias.
- c) Considerarlo en su totalidad como un origen por enajenación parcial de participaciones en sociedades consolidadas.

El formato del Cuadro de Financiación consolidado incluido en las NFCAC no parece contemplar la primera opción. Ni siquiera parece tener previsto la existencia de ventas de acciones propias a terceros, aun sin variación en el porcentaje de participación, dado que se refiere a orígenes por enajenación de acciones de la sociedad dominante, lo cual puede llevar a cierta confusión. La solución más correcta es la segunda, aun teniendo en cuenta su mayor complejidad.

K) Recursos Obtenidos por Enajenación de Sociedades Consolidadas

Este epígrafe se refiere a la venta de participaciones de una sociedad que supone su salida del conjunto consolidable. Como en el caso de las adquisiciones, se registra un único flujo por la variación del capital circulante consolidado, es decir, el importe de la enajenación menos el capital circulante de la

antigua filial a la fecha de la operación. Referidos a esa misma fecha, el inmovilizado, los pasivos a largo plazo y el capital circulante de la sociedad enajenada, junto con el precio de venta, deben figurar en un anexo al Cuadro de Financiación de forma similar al caso de la adquisición de participaciones en sociedades que por primera vez se integren en el conjunto consolidable (NFCAC, art. 67.2.e).

L) Cambios en el Método de Consolidación: Enajenación Parcial de una sociedad del Conjunto Consolidable que se Convierte en una Sociedad Consolidada por Puesta en Equivalencia

Si la enajenación de la participación en una sociedad dependiente consolidada por integración global es tal que la misma sigue perteneciendo al perímetro de la consolidación pero pasando a serle de aplicación el procedimiento de puesta en equivalencia, el registro de dicha enajenación en el Cuadro de Financiación consolidado debe hacerse también mediante un único flujo por el importe de la variación registrada en el capital circulante consolidado.

2.1.4 Información sobre Flujos de Filiales Extranjeras

El Cuadro de Financiación consolidado informa sobre variaciones de capital circulante por lo que su formulación a efectos de incluir orígenes y aplicaciones de fondos registrados

por filiales extranjeras recibirá las consideraciones propias de los estados de flujos de esta naturaleza. La de mayor trascendencia, en el caso de grupos multinacionales, es que los orígenes y aplicaciones podrán ofrecer cuantías diferentes en función del método empleado en la conversión del Balance.

Por lo que respecta al tipo de cambio de conversión, los orígenes y aplicaciones de fondos plasmados en el Cuadro de Financiación consolidado por operaciones externas realizadas por filiales extranjeras deben figurar por el importe que resulte de multiplicar el flujo en moneda extranjera por el tipo de cambio vigente en la fecha de la operación, es decir, por el tipo de cambio actual. Alternativamente, se puede tomar un tipo de cambio promedio, ponderado por el volumen de operaciones del período (NFCAC, art. 67.2.g).

Pese a que no se incluya en el formato de Cuadro de Financiación consolidado propuesto en las NFCAC, dicho estado debe reflejar separadamente los aumentos -orígenes- o las disminuciones -aplicaciones- de capital circulante debidas a las variaciones experimentadas por los tipos de cambio, es decir, se resume en una única cifra la conciliación entre variaciones de fondos -orígenes menos aplicaciones- y la variación de saldos de capital circulante que se obtendría por diferencia entre el Balance consolidado del ejercicio a que se refiere el Cuadro de Financiación y el del ejercicio inmediato anterior. No se informa, por tanto, del efecto de la variación en el tipo de cambio sobre cada partida concreta.

Análisis comparativo de la presentación de flujos de filiales extranjeras en el Cuadro de Financiación consolidado

Basándonos en la normativa más reciente sobre estados de flujos, incluida en el SFAS N° 95 del FASB, el FRS N° 1 del ASB y el IAS N° 7 del IASC, la comparación que podemos hacer con respecto a dichas regulaciones de la guías para la presentación de flujos por operaciones de filiales en el extranjero recogidas en las NFCAC viene condicionada por el diferente enfoque de los estados de flujos a que se refieren. Así, el Cuadro de Financiación es un estado que informa sobre variaciones de capital circulante, mientras que las normas arriba mencionadas se refieren a un estado de flujos de tesorería.

Hecha la salvedad mencionada en el párrafo anterior, la misma no es óbice para la determinación del tipo de conversión de los flujos y la forma en que debe ser presentado el efecto de la variación en el tipo de cambio sobre las entradas y salidas de fondos. En cuanto a la primera cuestión, existe una coincidencia casi total al decantarse por el tipo de cambio en vigor en el momento en que se registró el flujo, planteándose como alternativa, a modo de simplificación, el empleo de un tipo de cambio medio ponderado, sin proponerse un tratamiento diferente para los flujos por operaciones de inversión y financiación. No obstante, el FRS N° 1 plantea el uso del mismo tipo de cambio que el empleado para la conversión de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (FRS N° 1, par. 36). Dado que ésta puede haber sido

traducida tanto por el tipo actual, o un tipo medio ponderado, como por el tipo de cierre, ello equivale a admitir la opción de convertir los cobros y pagos de la filial extranjera al tipo de cambio de la fecha de cierre de las cuentas anuales consolidadas. De lo anterior se puede deducir la recomendación implícita de reflejar el mismo tipo de cambio para la conversión de resultados que para la conversión de flujos de tesorería operativos.

En cuanto a la manera de informar sobre el efecto de la variación en el tipo de cambio sobre las diferentes categorías de flujos, ninguna de las regulaciones frente a las que referenciamos el Cuadro de Financiación consolidado español contempla la inclusión de dicho efecto en el estado de flujos, es decir, tal partida no tiene la consideración de un origen/cobro o aplicación/pago. Ocurre todo lo contrario con el Cuadro de Financiación, si bien, dicho efecto se recoge de manera global en un único epígrafe. Esta solución no es nueva, dado que coincide con la contemplada por el modelo consolidado de Cuadro de Financiación del Plan General de Contabilidad Francés de 1982 (Fernández Peña y Mallo Rodríguez, 1992 p. II.172). Las soluciones del FASB, el ASB y el IASC se decantan por su inclusión como un ajuste de la conciliación que debe presentarse entre la variación de flujos reflejada por el estado de cash-flow y la diferencia entre los saldos iniciales y finales de tesorería y cuasi-tesorería. Solamente el IAS N° 7 se pronuncia por un desglose mínimo de dicho ajuste en función de que afecte a flujos operativos, de inversión o de financiación (IAS N° 7, par. 28). En Francia, la Recomendación de la OECCA, basada en un estado de

flujos de tesorería, se decanta también por esta última solución (Regoli, 1989 p. 11). Se constata, por tanto, que la diferente ubicación del efecto de la variación sobre el tipo de cambio tiene relación directa con el enfoque del estado de flujos, pero también se aprecia un sesgo temporal, dado que la regulación de los estados de flujos de tesorería es, en general, posterior.

Cuadro Comparativo sobre la regulación de la conversión de flujos por operaciones de filiales extranjeras:

	SFAS N° 95:	FRS N° 1:	IAS N° 7	NFCAC art. 67
Enfoque del estado de flujos:	Variaciones de tesorería	Variaciones de tesorería	Variaciones de tesorería	Variaciones de capital circulante
Tipo de conversión de los flujos:	Tipo de cambio actual o medio ponderado.	Tipo de cambio actual o medio ponderado, o tipo de cierre(*)	Tipo de cambio actual o medio ponderado	Tipo de cambio actual o medio ponderado
Información sobre efectos de la variación en el tipo de cambio:	En el anexo de conciliación con la variación de los saldos de tesorería y cuasi-tesorería en los Balances inicial y final.	En el anexo de conciliación con la variación de los saldos de tesorería y cuasi-tesorería en los Balances inicial y final.	En el anexo de conciliación con la variación de los saldos de tesorería y cuasi-tesorería en los Balances inicial y final, separando el efecto sobre flujos corrientes, de inversión y financiación.	Origen o aplicación de fondos, por el efecto global sobre el capital circulante.

(*) Según cuál sea el tipo utilizado en la conversión de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

3. El Estado de Liquidez para el Reparto de Dividendos a Cuenta

Adaptándose a los preceptos de la 2ª Directiva de la CEE, la letra (a) del artículo 216 del TRLSA establece como uno de los requisitos para el reparto de dividendos a cuenta de los resultados del ejercicio la formulación de "un estado contable en el que se ponga de manifiesto que existe liquidez suficiente para la distribución. Dicho estado se incluirá posteriormente en la

Memoria".

El verbo "existir" pareciera querer indicar la disposición de un saldo de tesorería suficiente como para hacer frente a dicho pago. Nos hallaríamos, por tanto, ante un estado de situación que desglosara los saldos de tesorería y otros activos de elevada liquidez, es decir, fácilmente disponibles. Se llegaría, inclusive, a interpretar la necesidad de formular un Balance provisional, tal y como se exige en Alemania o en el Reino Unido (Massaguer, 1990 p. 59). En este sentido, el propio TRLSA, en su artículo 213, toma como referencia un dato del Balance, el patrimonio neto, a efectos de establecer que toda distribución de dividendos no debe conducir a que el mismo sea inferior a la cifra de capital social.

Sin embargo, el Plan General de Contabilidad de 1990, al describir el contenido mínimo de la Memoria, en la Nota 3: Distribución de Resultados, menciona la inclusión en dicho epígrafe del "estado contable previsional formulado preceptivamente para poner de manifiesto la existencia de liquidez suficiente. Dicho estado contable deberá abarcar un período de un año desde que se acuerde la distribución del dividendo a cuenta".

Según lo anterior, la existencia de liquidez bastante para justificar el abono de dividendos a cuenta se basa en una situación futura, no ex-ante. Además, a tenor del contenido de la última frase del entrecomillado, la cobertura de liquidez se debe

hacer en base a una variable que ponga de manifiesto la capacidad de generación futura de liquidez, esto es, una variable flujo, dado que nada probaría al respecto, por ejemplo, un ratio de circulante determinado conforme a los datos de situación de una fecha 365 días posterior, no representativa de lo acontecido antes y después de ese momento.

A tenor de lo anterior, pudiera parecer obvia, dado el plazo de un año que se exige, la formulación de un estado de flujos de tesorería previsional, siendo aconsejable un desglose mensual, más coherente con la práctica de la planificación financiera a corto plazo. Además, la fecha de pago del dividendo a cuenta no necesariamente coincidirá con la fecha en que se acuerda su distribución (Apellániz, 1993 p. 241). Sin embargo, el propio artículo 216, en su letra (b) establece una serie de cautelas para el reparto de dividendos a cuenta para las cuales se toma como referencia el beneficio repartible.² No obstante, en el propio TRLSA se prescinde en parte del principio de gestión continuada cuando en su artículo 194.3 se establece la prohibición de repartir dividendos cuando no existan reservas de libre disposición que cubran los saldos no amortizados de gastos capitalizados de establecimiento y de investigación y desarrollo,

² El dividendo a cuenta no puede superar los beneficios obtenidos hasta la fecha, una vez deducidas las pérdidas de ejercicios anteriores, las correspondientes dotaciones a la reserva legal y estatutaria, en su caso, así como el impuesto que se estime grave tales beneficios.

así como del fondo de comercio, en su caso.³

La indefinición puesta de manifiesto en los párrafos anteriores en cuanto al cumplimiento del requisito de formular el estado demostrativo de la liquidez suficiente de la firma que reparta dividendos a cuenta se ha plasmado en una diferente práctica empresarial. Así, de las sociedades con cotización en la Bolsa de Madrid sometidas a dicha obligación informativa durante 1992 -un total de veintisiete- sólo trece presentan un estado de variaciones de tesorería. Siete empresas omitieron cualquier información al respecto y las otras siete justificaron la existencia de liquidez suficiente de muy diversas formas (Larrán Jorge y Ruiz Barbadillo, 1995 p. 83):

- Tesorería en el momento del acuerdo, Mayor que el dividendo activo a cuenta.
- Tesorería en el momento del acuerdo, más inversiones financieras temporales, menos préstamos a corto plazo, mayor que el dividendo activo a cuenta.
- Fondo de Maniobra en el momento del acuerdo, mayor que el dividendo activo a cuenta.
- Balance provisional a la fecha del acuerdo (dos empresas).

³ La deficiente redacción de este apartado ha hecho que surjan dudas sobre si dicha cobertura afecta o no al fondo de comercio.

- Beneficio, más remanente a la fecha del acuerdo, mayor que el dividendo activo a cuenta.

- Beneficio, menos impuesto sobre beneficios estimado en el momento del acuerdo, mayor que el dividendo activo a cuenta.

La reticencia a presentar un estado de flujos de tesorería previsional se justifica en la posible desventaja competitiva que se deriva de hacer públicos los planes de la compañía, inconveniente lo suficientemente importante como para plantearse seguir distribuyendo dividendos a cuenta. Aun presentando el estado previsional, debemos preguntarnos cuál es la información básica que debería recoger a efectos de cumplir con la función que se le asigna. El objetivo de demostrar la existencia de liquidez suficiente para el reparto de dividendos a cuenta, generalizable a cualquier reparto de resultados, quedará asegurado si se aprecia que no se ha producido un deterioro en el equilibrio financiero de la empresa en un período posterior a dicho reparto, es decir, que se mantenga estable el equilibrio entre los flujos operativos, de inversión y de financiación, comprobándose que tales dividendos no hayan sido finalmente financiados externamente, ya sea con recursos ajenos o mediante ampliaciones de capital.

4. El Estado de Flujos de la Central de Balances del Banco de España

La Central de Balances del Banco de España recoge entre los estados agregados de las empresas no financieras un estado de flujos que presenta algunas particularidades dignas de reseñar. El último formato data de Noviembre de 1992, pero, contra lo que pudiera parecer lógico en un principio, no se da una coincidencia exacta con el Cuadro de Financiación del Plan General de Contabilidad del año 90.

La información sobre flujos financieros se articula en tres documentos (Central de Balances, 1992 pp. 146-151), a saber:

- a) Estado de Resultados: Enlace con los Estados de Flujos.
- b) Variación Neta de Activos y Pasivos.
- c) Financiación Neta del Inmovilizado, del Circulante y Variación de la Tesorería.

4.1 Estado de Resultados: Enlace con los Estados de Flujos

El primer apartado se refiere a la conciliación entre los conceptos de recursos generados, resultado y autofinanciación. Su formato sería el siguiente:

Estado de Resultados: Enlace con los Estados de Flujos:

+	Resultado económico bruto de la explotación
+	Ingresos financieros
-	Gastos financieros
+	Otros recursos netos
+	Intereses activados y otras revalorizaciones
+	Ingresos y gastos extraordinarios
-	Impuesto sobre beneficios
+	Ajuste de flujos internos
<hr/>	
=	Recursos Generados
+	Amortizaciones, provisiones y otros
+	Amortizaciones y provisiones de explotación
+	Dotación de amortizaciones
+	Dotación neta de provisiones de explotación e insolvencias
+	Plusvalías netas y diferimiento de resultados
+	Resultados del inmovilizado material e inmaterial
+	Resultados de la cartera de valores
+	Diferimiento de resultados
+	Otros flujos internos y diferencias de cambio
+	Dotación neta de provisiones ajenas a la explotación
+	Diferencias de cambio
+	Ajuste de flujos internos
<hr/>	
=	Resultado neto total
+	Distribución de dividendos
+	Beneficios no distribuidos
Autofinanciación	
(Recursos generados - Subvenciones a la explotación - Distribución de dividendos)	

Una primera diferencia con respecto al Cuadro de Financiación del PGC atiende al cálculo explícito de la autofinanciación, es decir, la parte de recursos autogenerados que no han salido de la empresa vía dividendos.

Otra diferencia en lo que respecta al formato es que se parte del resultado bruto de la explotación, figurando los recursos generados como variable intermedia entre aquél y el beneficio después de impuestos.

Tampoco se da una coincidencia exacta entre la definición de recursos generados del estado de flujos de la Central de Balances y los recursos procedentes de las operaciones del Cuadro de Financiación. Las diferencias encontradas serían las siguientes:

- 1º) La aplicación de fondos por impuesto sobre beneficios coincide con el gasto contable. No se eliminan, por tanto, los impuestos anticipados y diferidos.
- 2º) Los recursos generados de la Central de Balances no coinciden con la suma de ingresos y gastos que reflejan variaciones de capital circulante, dado que no incluyen las dotaciones a provisiones de circulante.
- 3º) Los resultados por enajenación de inversiones financieras temporales no forman parte de los recursos generados.
- 4º) No se tienen en cuenta toda clase de ingresos y gastos por diferencias de cambio, con independencia de que se refieran a saldos de tesorería y a débitos y créditos en moneda extranjera a corto y a largo plazo.

4.2 Variación Neta de Activos y Pasivos

El Estado de Variación Neta de Activos y Pasivos resulta inicialmente de lo más parecido al Cuadro de Financiación, con indicación de las variaciones que se refieren al activo y pasivo

fijo y a las partidas de capital circulante. Su formato sería:

VARIACION NETA DE ACTIVOS

- + Activo Inmovilizado
- + Gastos amortizables
- + Bienes en arrendamiento financiero
- + Otro inmovilizado inmaterial
- + Inmovilizado material
 - + Inmovilizado material (excepto intereses activados y otras revalorizaciones)
 - + Intereses activados y otras revalorizaciones
- + Inmovilizado financiero
- + Activo Circulante
- + Existencias
- + Clientes
- + Otros deudores de la explotación
- + Otros deudores ajenos a la explotación
- + Activos financieros a corto plazo
- + Disponibilidades (caja y bancos)
- + Ajustes por periodificación (netos)

VARIACION NETA DE PASIVOS, AUTOFINANCIACION Y SUBVENCIONES A LA EXPLOTACION

- + Autofinanciación y Subvenciones a la explotación
- + Autofinanciación
 - + Recursos generados (sin incluir subvenciones)
 - Distribución de dividendos
- + Subvenciones a la explotación
- + Fondos Propios
- + Aportaciones de accionistas
 - + Ampliaciones de capital
 - + Para compensación de pérdidas
- Distribución a los accionistas
- + Reconocimientos, condonaciones de deudas y otros
- + Subvenciones de capital
- + Recursos ajenos
- + Estables
 - + Obligaciones
 - + Financiación de entidades de crédito a largo plazo
 - + Financiación de otros a largo plazo
- + Circulantes
- + Valores y financiación con coste a corto plazo
 - + Valores
 - + Financiación de otros
 - + Financiación de entidades de crédito a corto plazo
- + Proveedores
- + Otras deudas a corto sin coste
 - + Otros acreedores comerciales
 - + Otros acreedores no comerciales

El modelo anterior, sin embargo, no es propiamente un estado de origen y aplicación de fondos, dado que con excepción de lo que supongan ingresos y gastos fuera del concepto de recursos generados, lo que se refleja son variaciones netas de fondos, es decir, la variación en los activos es el resultado de compensar las aplicaciones por su adquisición o construcción con los orígenes producto de su enajenación. Igualmente, las variaciones de deudas atienden a la diferencia entre los orígenes por el efectivo recibido por las empresas y las aplicaciones por su

cancelación. Se eliminan, sin embargo, tanto las disminuciones de deudas a largo plazo como los aumentos de deudas a corto plazo producto del traspaso de las primeras a las segundas. Lo mismo ocurre con los traspasos a corto plazo de inmovilizaciones financieras.

Como consecuencia de la definición de recursos generados, las variaciones en existencias, clientes y activos financieros a corto plazo no coincidirán con las que se registrarían en el Cuadro de Financiación, dado que las primeras no incluyen la variación de las provisiones afectas a tales partidas, ni los resultados por enajenación de inversiones financieras temporales en la tercera de ellas. También se registrarán variaciones debidas a diferencias de cambio que pesen sobre el disponible y sobre deudores y acreedores a corto plazo en moneda extranjera.

Para comprender el desglose de las variaciones de fondos propios hay que tener en cuenta que el modelo de Balance de la Central de Balances considera como tales a las subvenciones de capital, a las acciones propias y a los ingresos a distribuir en varios ejercicios. En este sentido, el epígrafe de reconocimientos, condonaciones de deudas y otros se refiere a las variaciones de fondos propios distintas de las recogidas en epígrafes anteriores, una vez hechas las eliminaciones para el cálculo de los recursos generados, así como las que se refieran a meros traspasos entre cuentas de neto.

También en coherencia con el modelo de Balance, se establece una separación entre el pasivo circulante con coste financiero y el exigible a corto plazo sin coste financiero. Se entiende, por tanto, que las variaciones del exigible a largo plazo implican en todo caso el devengo de gastos financieros.

En cuanto a las aplicaciones de provisiones para riesgos y gastos, netas de dotaciones y excesos de provisiones, las mismas, con excepción de la provisión para pensiones, figuran compensando las variaciones en "otras deudas a corto plazo sin coste". La variación de la provisión para pensiones debería aparecer en los aumentos de "financiación de otros a largo plazo". Curiosamente, nada se dice, ni en la conciliación en resultados, ni en estado de variación neta de activos y pasivos, si se eliminan o no las dotaciones netas a dicha provisión. Es de sospechar, por tanto, que la misma no se excluye de los recursos generados ni de dicha variación neta.

4.3. Financiación Neta del Inmovilizado, del Circulante y Variación de la Tesorería

A modo de resumen, este último estado realiza una afectación de los flujos netos de financiación autogenerada y externa, tanto propia como ajena, a las inversiones en el inmovilizado y en el capital circulante de explotación. El saldo restante se referirá, por tanto, a las partidas de circulante monetario ajenas a la explotación: disponible, activos financieros a corto plazo y

deudas a corto plazo con coste financiero. El formato propuesto es el siguiente:

(A) Financiación Neta del Inmovilizado:

- + Total Fondos de Financiación del Inmovilizado
 - + Fondos procedentes de la autofinanciación
 - + Subvenciones de capital
 - + Aportación neta de los accionistas
 - + Aportación neta de recursos permanentes
- Inversión Neta en Inmovilizado

(B) Financiación Neta del Circulante:

- + Subvenciones a la explotación
- + Fondos procedentes de la explotación
 (variación de acreedores comerciales - variación de existencias - variación de deudores comerciales)
- + Fondos procedentes de fuera de la explotación
 (variación de acreedores no comerciales - variación de deudores no comerciales)

(A)+(B): Variaciones de la Tesorería:

- + Variación de la liquidez
 - + Adquisición neta de activos financieros a corto plazo
 - + Variación de las disponibilidades líquidas
- Financiación a corto plazo con coste financiero

De los signos que tome la financiación neta del inmovilizado y la financiación neta del circulante se deduce el aumento o la disminución de las partidas de explotación de este último. Fijémonos que el circulante se corresponde realmente con el concepto de necesidades operativas de fondos, mientras que la

tesorería se corresponde en realidad con los recursos líquidos netos, una vez eliminados en ambos los correspondientes saldos de provisiones.

5. Reformulaciones de la Información Contenida en el Cuadro de Financiación

Buena parte de la utilidad del formato de estado de flujos presentado por las empresas españolas parte de la flexibilidad del mismo de cara a un análisis por operaciones. Nos planteamos, asimismo, en qué medida del Cuadro de Financiación pueden derivarse flujos de tesorería en vez de variaciones del capital circulante.

5.1 Clasificación por Operaciones

En base a los comentarios anteriores, los orígenes y aplicaciones de fondos del Cuadro de Financiación son susceptibles de ser divididos atendiendo a su procedencia y destino en flujos de actividades operativas, flujos de actividades de inversión y flujos de actividades de financiación, para lo cual, siguiendo a Martínez Churriague (1992, pp. 16-17) se podría establecer la siguiente clasificación:

FLUJOS DE ACTIVIDADES OPERATIVAS:

Aplicación: 1. Recursos aplicados en las operaciones
Origen: 1. Recursos procedentes de las operaciones

FLUJOS DE ACTIVIDADES DE INVERSION:

Aplicación: 2. Gastos de establecimiento y de formalización de deudas
3. Adquisiciones de inmovilizado
4. Adquisición de acciones propias
Origen: 5. Enajenación de inmovilizado
6. Enajenación de acciones propias
7. Cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de inmovilizaciones financieras

FLUJOS DE ACTIVIDADES DE FINANCIACION:

Aplicación: 5. Reducciones de capital
6. Dividendos
7. Cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de deuda a largo plazo
8. Provisiones para riesgos y gastos
Aumento de Capital Circulante
Origen: 2. Aportaciones de accionistas
3. Subvenciones de capital
4. Deudas a largo plazo
Disminución de Capital Circulante

Puede resultar discutible adscribir a operaciones de inversión -aplicaciones- las adquisiciones de acciones propias para reducción de capital, operación que, una vez concluida, implica la devolución de aportaciones a los socios, lo que constituye deshacer una operación de financiación anterior. Así lo considera, por ejemplo, Stickney (1993 p. 56). Subyace aquí el eterno debate sobre si las operaciones de autocartera son en realidad flujos de financiación externa.

Considerar los pagos de pensiones de jubilación o los abonos por grandes reparaciones como aplicaciones por operaciones de financiación puede chocar con la consideración que las dotaciones

tienen en el cálculo de los resultados (gastos de explotación). Lo cierto es que es ésta la adscripción más utilizada, a pesar de su naturaleza eminentemente operativa. La razón de ello estriba en mantener en lo posible la derivación directa de los recursos procedentes de las operaciones a partir del resultado del ejercicio.

5.2 Información sobre Flujos de Tesorería

Tanto o más que la clasificación de los flujos por operaciones, nos interesa el proceso de su determinación, lo que permitirá identificar sus componentes, de forma que se pueda separar la información referida a flujos de tesorería. En realidad, ambas cuestiones se encuentran ligadas, dado que si lo que se pretende es obtener un estado de flujos de tesorería por operaciones, en primer lugar debemos seguir idéntico criterio para la clasificación de los flujos de capital circulante.

a) Flujos de Tesorería por Operaciones de Inversión:

Si tratásemos de calcular de manera aproximada los flujos de tesorería por operaciones de inversión a partir de los epígrafes que contiene el Cuadro de Financiación del PGC, complementados por la información del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, no tendríamos que hacer más que las siguientes operaciones:

Aplicaciones:

+	Gastos de Establecimiento
+	Adquisiciones de Inmovilizado
+	Adquisiciones de Acciones Propias
<hr/>	
=	Aplicaciones de Capital Circulante por Operaciones de Inversión
+	Enajenación de Inmovilizado
+	Enajenación de Acciones Propias
+	Cancelación o traspaso a corto plazo de Inmovilizaciones Financieras
<hr/>	
=	Orígenes de Capital Circulante por Operaciones de Inversión
+	Orígenes por Operaciones de Inversión
-	Aplicaciones por Operaciones de Inversión
<hr/>	
=	Flujos netos de Capital Circulante por Operaciones de Inversión
-	Aumento de Inversiones Financieras Temporales
+	Aumento de Provisiones por Depreciación de Inversiones Financieras Temporales
+	(-) Beneficios (Pérdidas) por Enajenación de Inversiones Financieras Temporales
+	Diferencias Positivas de Cambio sobre Inversiones Financieras Temporales
-	Diferencias Negativas de Cambio sobre Inversiones Financieras Temporales
<hr/>	
=	Pagos netos por Operaciones de Inversión (*)

(*) Las deudas por adquisición de inversiones se consideran un origen por operaciones de financiación.

b) Flujos de Tesorería por Operaciones de Financiación:

En cuanto a la determinación de los flujos netos de tesorería por operaciones de financiación, se derivarían de las siguientes adiciones:

+	Aportaciones de Accionistas
+	Subvenciones de Capital
+	Deudas a Largo Plazo
<hr/>	
=	Orígenes de Capital Circulante por Operaciones de Financiación
+	Reducciones de Capital
+	Dividendos
+	Cancelación o Traspaso a Corto Plazo de Deudas a Largo Plazo
+	Provisiones para Riesgos y Gastos aplicadas
<hr/>	
=	Aplicaciones de Capital Circulante por Operaciones de Financiación
+	Orígenes por Operaciones de Financiación
-	Aplicaciones por Operaciones de Financiación
<hr/>	
=	Flujos Netos de Capital Circulante por Operaciones de Financiación
+	Aumento de Pasivo Financiero a Corto Plazo (*)
-	Aumento de Accionistas por Desembolsos Exigidos
+(-)	Diferencias Negativas (Positivas) de Cambio sobre Deudas a Corto Plazo
<hr/>	
=	Flujos Netos de Tesorería por Operaciones de Financiación

(*) Principal de las deudas financieras a corto plazo.

c) Flujos de Tesorería de las Operaciones Corrientes:

A partir de los Recursos Procedentes de las Operaciones (flujos operativos de capital circulante), el cálculo de los Flujos de Caja Operativos sería:

+	Recursos Procedentes de las Operaciones
+(-)	Beneficios (pérdidas) por Enajenación de Inversiones Financieras Temporales
+	Dotaciones a Provisiones por Depreciación de Inversiones Financieras Temporales
+(-)	Diferencias Negativas (Positivas) de Cambio sobre Inversiones Financieras Temporales
+(-)	Diferencias Negativas (Positivas) de Cambio sobre el Pasivo Financiero a Corto Plazo
-	Aumento de Existencias
-	Aumento de Deudores
-	Aumento de Ajustes por Periodificación Activos
+	Aumento de Acreedores Comerciales
+	Aumento de Otras Deudas No Comerciales
+	Aumento de Provisiones para Operaciones de Tráfico
+	Aumento de Ajustes por Periodificación Pasivos
=	<u>Flujos Netos de Caja por Operaciones Corrientes</u>

Los aumentos en las partidas de activo y pasivo circulante, en su caso, se entienden netos del Impuesto sobre el Valor Añadido, es decir, optamos por la determinación de un flujo operativo neto de IVA.

Simplificadamente, nos podemos ahorrar el cálculo de los flujos netos de tesorería por operaciones corrientes, dado que, conociendo la variación de tesorería registrada en el ejercicio se pueden obtener aquéllos por diferencia con los flujos por operaciones de inversión y de financiación. Es decir:

+	Variación de Tesorería (Saldo final-Saldo inicial)
-	Flujos Netos de Tesorería por Operaciones de Inversión
-	Flujos Netos de Tesorería por Operaciones de Financiación.
<hr/>	
=	Flujos Netos de Caja por Operaciones Corrientes

6. Análisis Crítico del Cuadro de Financiación

Basándonos en lo visto en capítulos anteriores, el enfoque del Cuadro de Financiación como estado de variación del Capital Circulante origina una serie de problemas en cuanto a la representación objetiva de los recursos financieros captados y empleados en el ejercicio. Tales problemas tienen que ver, en primer lugar, con la definición del capital circulante como el integrado por partidas cuyo plazo de vencimiento o cancelación no supera los doce meses, a contar desde la fecha de cierre del ejercicio; y en segundo lugar, con la imposibilidad de separar las partidas de circulante que reflejan las necesidades operativas de fondos o componentes necesarios del capital circulante.

6.1 Problemas derivados de la Definición Temporal de Capital Circulante

Nos referimos a la falta de coincidencia en ocasiones entre la verdadera generación y empleo de los recursos y la variación experimentada en el ciclo de explotación a corto plazo. Dicha falta de coincidencia tiene su explicación en la aplicación por

convenio de un criterio de clasificación temporal de las partidas de circulante. Estas últimas incluyen pasivos financieros a corto plazo cuyo origen radica en débitos y créditos con vencimiento original a largo plazo cuya razón de ser puede consistir en la financiación del inmovilizado, y no del ciclo de explotación.

Igualmente, las dotaciones netas a las provisiones que se refieren a bienes y derechos recogidos en el activo circulante, tales como provisiones por depreciación de existencias, provisiones para insolvencias de tráfico y provisiones financieras, implican no considerar como recursos generados unos flujos que se encuentran verdaderamente a disposición de la empresa. Recibirá el mismo tratamiento una provisión de pasivo como es la provisión para otras operaciones de tráfico.

En ningún caso se cita, por tanto, a las dotaciones de dichas provisiones como motivo de ajuste sobre el resultado, a efectos de determinar los recursos procedentes de las operaciones. La razón es obvia: tales provisiones suponen una corrección a la baja del activo circulante de la empresa; recogen, efectivamente un flujo de riqueza negativo derivado de la merma en el coste originario de los activos a que se refieren, pero en ningún caso hacen referencia a una merma en los recursos financieros de la empresa. Preservar el concepto de fondo en función del plazo de vencimiento de activos y pasivos circulantes lleva, como vemos, a mezclar flujos pasados o reales con flujos futuros o previstos (Chaveau, 1993 p. 178).

Se puede pensar en la bondad de separar los recursos generados cuya aplicación va a tener lugar a corto plazo. No es ésta, sin embargo, una razón de peso: ¿podríamos si acaso pensar en prescindir de las dotaciones a amortizaciones de inmovilizados cuya baja en inventario se vaya a producir dentro de los próximos doce meses? Además, muchas de esas provisiones de circulante, de hecho pueden llegar a mantenerse en Balance durante períodos superiores al año.

Más convincente parece el asumir la automática materialización de tales fondos en activos circulantes. Ello puede valer para las provisiones de los grupos 3 y 4 del Plan Contable, pero es dudoso que pueda sostenerse para las provisiones por depreciación de inversiones financieras temporales.

Otro tanto se puede decir de las diferencias de cambio no realizadas sobre valores de renta fija, créditos y débitos a corto plazo denominados en moneda extranjera, o los gastos por intereses diferidos de deudas a corto plazo. La imputación a resultados no se corresponde con el verdadero flujo financiero cuando en todo o en parte tiene lugar dicha imputación en ejercicio anterior al del cobro o pago de esa diferencia de cambio o del interés implícito. Siguiendo literalmente al Plan Contable, tales anotaciones contables, dado que modifican el capital circulante, no pueden ser motivo de eliminación, en coherencia con lo que sucede con los ajustes por periodificación. Es de suponer, por tanto, que los incrementos y disminuciones sin

ajustar en gastos e ingresos a distribuir, respectivamente por gastos financieros diferidos y por diferencias positivas en moneda extranjera, deben figurar restando de los correspondientes débitos y créditos a corto plazo en la segunda parte del Cuadro de Financiación, dedicada a las variaciones del capital circulante.

Los recursos procedentes de las operaciones, además de padecer las inconsistencias de su definición, no resultan, en tanto que medida de recursos generados, un indicador fiable de la variación en la capacidad financiera de la empresa, ya que se olvida la diferente composición y cuantía del capital circulante necesario en empresas de sectores diferentes. Además, dentro del mismo sector, habrá de examinarse en qué medida se recuperan las amortizaciones mediante la venta y posterior cobro de la producción vendida.

En el caso de que una empresa construya inmovilizado con sus propios medios puede que se capitalicen, entre otros, gastos que no tienen la consideración de recursos aplicados en las operaciones, tales como, por ejemplo, la amortización de las máquinas utilizadas en la construcción. En ese caso, si no eliminamos la partida de ingresos por trabajos realizados para el inmovilizado nos encontraremos con un origen por operaciones corrientes y una aplicación por la construcción del inmovilizado que no han supuesto en modo alguno flujos de dicha naturaleza.

También los impuestos anticipados y diferidos, cuando vayan a saldarse al año siguiente, serían activos y pasivos circulantes y no deberían ser eliminados en el cálculo de los recursos procedentes de las operaciones, cosa que sí ocurriría con las partidas homólogas con vencimiento superior a los doce meses, y que tendrían la respectiva consideración de inmovilizaciones financieras y acreedores a largo plazo. Existe cierta confusión en torno a si eliminar o no todos los cargos y abonos en cuentas de impuestos anticipados y diferidos, con independencia de que en Balance figuren entre las partidas de corto o de largo plazo. En caso de eliminarlos en su totalidad, algo que parece lógico a tenor de lo que queremos representar como flujos de fondos, estaríamos quebrando el principio de equivalencia entre la variación de capital circulante del Cuadro de Financiación y la variación de saldos de capital circulante del Balance. Pero si no se eliminan las variaciones en impuestos anticipados y diferidos a corto plazo habrá que reconocer de algún modo los orígenes y las aplicaciones de capital circulante por su traspaso a corto plazo: tendría que ser necesariamente como recursos procedentes de las operaciones y no como traspasos de inmovilizaciones financieras y de deudas a largo plazo.

Lo dicho anteriormente es válido también para los créditos fiscales nacidos del derecho a la compensación de bases imponibles negativas en liquidaciones de ejercicios posteriores. A nadie se le oculta, además, la dificultad de estimar anticipadamente el momento exacto de la compensación, que marcaría su adscripción al activo circulante o al inmovilizado.

Tampoco resulta fácil distinguir, dada su naturaleza de estimaciones, entre provisiones para riesgos y gastos a corto y a largo plazo, dificultad que afecta a la relatividad del capital circulante y, por tanto, al Cuadro de Financiación. Así, la mayoría de las empresas opta por computar como aplicaciones de fondos las provisiones efectivamente exigidas en el ejercicio y elimina del resultado la totalidad de las dotaciones y excesos de provisiones para riesgos y gastos, sin distinguir las que se refieren a corto y a largo plazo.

Otra cuestión no resuelta es el caso de las operaciones que afectan a un empréstito convertible. La conversión da lugar al reflejo separado del origen por el aumento de capital y la aplicación por la cancelación del pasivo exigible, pero, a diferencia de otras deudas a largo plazo de vencimiento prefijado, tendremos que esperar al ejercicio en que dicha conversión se lleve a cabo para saber su importe exacto, sin que nada nos diga al respecto el Cuadro de Financiación del ejercicio anterior. No se produce, por tanto, traspaso alguno a corto plazo.

Al igual que ocurre con las deudas originalmente de largo plazo cuyo vencimiento es no superior a 12 meses, los traspasos a corto plazo de inmovilizaciones financieras se registran como orígenes de fondos en el año en que se producen. Por contra, los orígenes por venta de inmovilizado material se registran en el ejercicio en que tiene lugar efectivamente dicha enajenación, coincidiendo en muchos casos con el flujo de tesorería.

6.2 Insuficiencia del Desglose de las Variaciones de Capital Circulante

El análisis de la relación entre el capital circulante real y el necesario es una de las principales justificaciones y orígenes de la formulación de estados de flujos de capital circulante, tal y como se trataba en capítulos anteriores. La aplicación práctica de dicho desarrollo teórico adolece, sin embargo, de una serie de dificultades:

- a) Las existencias no pueden situarse por debajo de un nivel mínimo de ruptura.
- b) El establecimiento de períodos de cobro se halla condicionado por el poder de negociación de la empresa frente a sus clientes.
- c) La empresa puede tener dificultades para acceder a los mercados de capitales.
- d) La empresa puede tener limitada su capacidad de endeudamiento.
- e) El inmovilizado, por su propia naturaleza, no es realizable a voluntad de los gestores de la compañía.

Todos ellos son factores citados por Dervaux (1991 p. 496) como limitaciones a la capacidad de la empresa para actuar sobre los diferentes componentes del capital circulante.

Nosotros añadiríamos la falta de estabilidad del capital circulante necesario, debida a la estacionalidad de la actividad y otras causas imprevisibles que impiden la falta de regularidad en los flujos de capital circulante.

Además, dicho dato, tomado en solitario, no nos informa de la liquidez y la solvencia a corto plazo de la empresa: empresas con un capital circulante negativo pueden trabajar con normalidad mientras que otras, aun manteniendo dicha magnitud de modo permanente en cifras positivas, pueden acabar cayendo en una situación de insolvencia. La explicación de lo anterior se deriva de la directa relación que existe entre la cifra de capital circulante que una empresa necesita para asegurar una liquidez mínima y el plazo de tiempo que media entre la inversión de una unidad monetaria en el ciclo de explotación y su recuperación mediante el cobro de la producción vendida, esto es, el período medio de maduración. Es precisamente la falta de comparabilidad y consistencia de dicho período la que impide aproximarnos de manera sencilla e inmediata al análisis del capital circulante de forma única para todo tipo de empresas. En palabras de José Miguel Fernández (1992 p. C30), "si el Estado de Origen y Aplicación de Fondos es elaborado con la finalidad de realizar un análisis financiero de la empresa (...) se ha de utilizar como criterio delimitador una herramienta vinculada con la actividad

económica concreta que desarrolle la empresa".

Bien es verdad que una circunstancia parecida a la anterior puede acontecer, aunque con mucha menor frecuencia, en un estado de flujos de tesorería. Así, en el caso de que la empresa compre al contado y venda a plazos, es decir, sus créditos comerciales presentan varios vencimientos a lo largo de más de un ejercicio, pudiera resultar en un momento dado un flujo operativo negativo, sin que la empresa abandonara una situación financiera normal, desde el punto de vista de la solvencia. Comprobamos cómo también en el estado de flujos de tesorería la interpretación de las cantidades así registradas puede depender del período de maduración de la empresa.

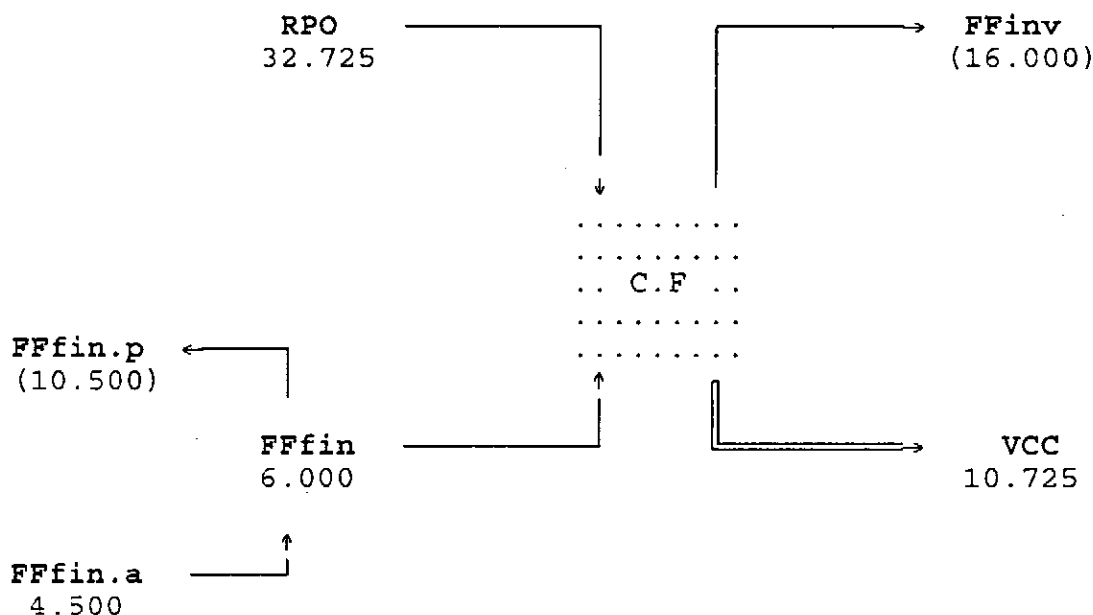
Con todo, el análisis de las decisiones de inversión y financiación puede hacerse sobre un estados de flujos de capital circulante que separe las necesidades operativas de fondos de los recursos líquidos netos, dado que el análisis de los flujos de tesorería operativos comprende tanto el de los flujos de capital circulante operativos, recursos generados o recursos procedentes de las operaciones, como el análisis de la variación de las necesidades operativas de fondos. Pero si no se dispone de manera desglosada de dicha información la confrontación entre flujos operativos, de inversión y de financiación, es decir, el estudio de las relaciones de equilibrio entre los flujos por operaciones, puede llevarnos a conclusiones equivocadas. Explicaremos lo anterior con el siguiente ejemplo:

Sea la empresa "X", que presenta el siguiente Cuadro de Financiación, con sus epígrafes ya clasificados por operaciones:

Recursos procedentes de las operaciones:	32.725
Aplicación por adquisiciones de Inmovilizado Inmaterial:	7.000
Aplicación por adquisiciones de Inmovilizado Material:	33.000
Aplicación por adquisiciones de Inmovilizado Financiero:	15.000
<hr/>	<hr/>
Aplicaciones por operaciones de inversión:	55.000
Orígen por enajenación de Inmovilizado Material:	29.000
Orígen por cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de inmovilizaciones financieras:	10.000
<hr/>	<hr/>
Orígenes por operaciones de inversión:	39.000
+ Orígenes por operaciones de inversión:	39.000
- Aplicaciones por operaciones de inversión:	(55.000)
<hr/>	<hr/>
= Flujos netos por operaciones de inversión:	(16.000)
Aplicación por reducción de capital:	10.000
Aplicación por dividendos:	5.500
Aplicación por cancelación o traspaso a corto plazo de deudas a largo plazo:	5.500
<hr/>	<hr/>
Aplicaciones por operaciones de financiación:	21.000
Orígen por subvenciones de capital:	5.000
Orígen por deudas a corto plazo:	10.000
<hr/>	<hr/>
Orígenes por operaciones de financiación:	15.000
+ Orígenes por operaciones de financiación:	15.000
- Aplicaciones por operaciones de financiación:	(21.000)
<hr/>	<hr/>
= Flujos netos por operaciones de financiación:	(6.000)
que se pueden desglosar en:	
+ Orígen por subvenciones de capital:	5.000
- Aplicación por reducción de capital:	(10.000)
- Aplicación por dividendos:	(5.500)
<hr/>	<hr/>
= Flujos por operaciones de financiación propia:	(10.500)

+ Orígen por deudas a corto plazo:	10.000
- Aplicación por cancelación o traspaso a corto plazo de deudas a largo plazo:	(5.500)
= Flujos por operaciones de financiación ajena:	4.500

Gráficamente, la representación de tales flujos sería:



donde:

- RPO: Recursos procedentes de las operaciones
- FFinv: Flujos netos de capital circulante por operaciones de inversión
- FFfin: Flujos netos de capital circulante por operaciones de financiación
- FFfin.p: Flujos netos de capital circulante por operaciones de financiación propia
- FFfin.a: Flujos netos de capital circulante por operaciones de financiación ajena
- VCC: Variación del capital circulante
- CF: Cuenta de distribución de fondos (Cuadro de Financiación)

El desglose aportado por el Cuadro de Financiación para explicar las variaciones del capital circulante es el siguiente:

	<u>Aumentos de Capital Circulante</u>	<u>Disminuciones de Capital Circulante</u>
Existencias:	2.800	
Deudores:	24.088	
Acreedores:		16.253
Tesorería:	80	
Ajustes por periodificación:	10	
Total:	<hr/> 26.978	<hr/> 16.253
Variación del Capital Circulante:		10.725

A la vista de la información anterior, el comentario que se puede hacer sobre las decisiones de inversión y financiación tomadas por la empresa en el período analizado incidiría en que el capital circulante generado por las operaciones corrientes financia el flujo neto de inversiones en inmovilizado y parte de las devoluciones de fondos a los socios. La otra parte procede de préstamos o créditos recibidos con vencimiento a largo plazo. Los recursos procedentes de las operaciones sobrantes financian el aumento del capital circulante de 10.725 u.m.

La distribución de dicha cantidad entre las diferentes partidas que integran el capital circulante muestran que su destino primordial es financiar el incremento de las cuentas de deudores, un poco menos del doble del aumento experimentado por el pasivo circulante. También se produce un aumento de los recursos inmovilizados temporalmente como existencias.

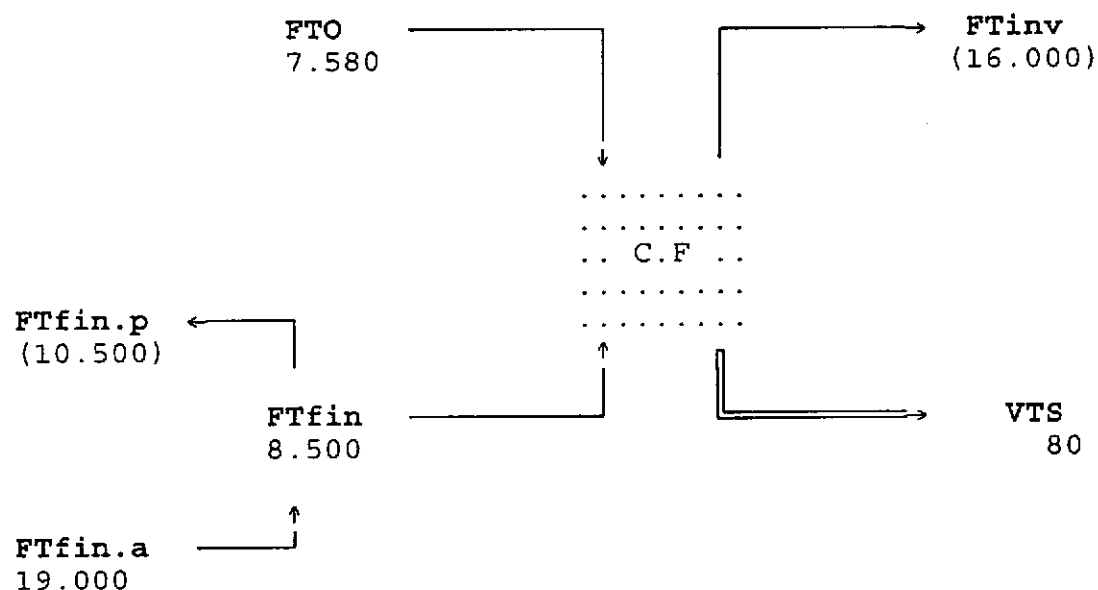
¿Podemos juzgar la evolución de la solvencia y la flexibilidad financiera de la empresa a la vista de estas consideraciones? Parece que la empresa está en una fase expansiva, lo que justifica el aumento de la inversión en inmovilizado y en circulante. Por otra parte, no podemos, decir, a la vista del Cuadro de Financiación que la evolución de la solvencia sea mala.

Calculemos y representemos a continuación el estado de flujos de tesorería. Suponemos para ello que no existen variaciones en inversiones financieras temporales, que el aumento del principal de las deudas a corto plazo es de 14.500 u.m.n y que la variación de tesorería en el ejercicio ha sido de 80 u.m.

	Flujos netos de capital circulante por operaciones de inversión:	(16.000)
-	Aumento de Inversiones Financieras Temporales:	0
+	Aumento de Provisiones por Depreciación de Inversiones Financieras Temporales:	0
+(-)	Beneficios (Pérdidas) por Enajenación de Inversiones Financieras Temporales:	0
+	Diferencias Positivas de Cambio sobre Inversiones Financieras Temporales:	0
-	Diferencias Negativas de Cambio sobre Inversiones Financieras Temporales:	0
<hr/>		<hr/>
=	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Inversión:	(16.000)
	Flujos de capital circulante por operaciones de financiación propia:	(10.500)
-	Aumento de Accionistas por Desembolsos Exigidos:	0
<hr/>		<hr/>
=	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Financiación Propia:	(10.500)

	Flujos de capital circulante por operaciones de financiación ajena:	4.500
+	Aumento de Pasivo Financiero a Corto Plazo:	14.500
+(-)	Diferencias Negativas (Positivas) de Cambio sobre Deudas a Corto Plazo:	0
=	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Financiación Ajena:	19.000
+	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Financiación propia:	(10.500)
+	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Financiación ajena:	19.000
=	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Financiación:	8.500
	Variación de tesorería:	80
-	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Inversión:	16.000
-	Flujos netos de Tesorería por Operaciones de Financiación:	(8.500)
=	Flujos netos de Tesorería por Operaciones Corrientes:	7.580

Gráficamente, ahora se tendría:



Se observa ahora mucho más claramente que las operaciones corrientes de la empresa no han generado tesorería suficiente como para financiar ni las inversiones de la empresa ni las devoluciones de fondos a los accionistas, lo que ha obligado a requerir fondos ajenos por 19.000 u.m. Incluso parte de esos requerimientos han sido financiados con deuda a corto plazo, hecho que produce un empeoramiento en la solvencia a corto plazo de la empresa. Se aprecia en este ejemplo, tal y como señalan Henderson y Maness (1989 p. 21), que los aumentos de capital circulante tienen como consecuencia inmediata una reducción de la liquidez, y no al contrario.

La causa de la disparidad entre los flujos de caja operativos y los recursos procedentes de las operaciones corrientes hay que buscarla en la reducción de las rotaciones del activo circulante, principalmente en deudores comerciales.

Para llegar a esa misma conclusión por medio del Cuadro de Financiación, es decir, de un estado de flujos del capital circulante, precisaríamos haber obtenido información adicional sobre las variaciones experimentadas por el período medio de maduración de la empresa (análisis de las rotaciones del capital circulante).

Como vemos, el estado de flujos de tesorería añade una información de la que no se dispone por la mera observación del Cuadro de Financiación. Esa información adicional es el comportamiento de las necesidades operativas de fondos (capital

circulante necesario), y se revela en la comparación entre los recursos procedentes de las operaciones (flujos de capital circulante) y los flujos de tesorería operativos.

CONCLUSIONES

La información sobre variaciones de fondos se ha hecho un hueco en el cuerpo de los estados contables de información económico-financiera externa, alcanzando una importancia y un grado de sustantividad que otorga a los denominados estados de flujos, si no una equiparación con el Balance de situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, sí al menos, una gran relevancia en la esfera de los llamados estados contables complementarios. Ello ha permitido incluir en la información contable sobre flujos, no sólo a los económicos, reflejados en la cuenta de resultados, sino a los que se derivan de la circulación de recursos financieros, en claro entronque con la información sobre las decisiones de inversión y financiación. Su singularidad arranca también de la no aplicabilidad del principio de devengo, siendo total o parcialmente sustituido por el principio de caja. Hasta qué extremo se llega a esta sustitución tiene que ver con la definición o enfoque de lo que se entiende por "fondo", palabra que tautológicamente designa a la variable cuyo flujo es objeto de representación. Capital circulante y tesorería son en general los respectivos conceptos más amplio y más restringido en cuanto al grado de agregación de sub-fondos, estableciéndose también diferentes conceptos intermedios y definiciones más o menos restrictivas de unos y otros.

El desarrollo histórico del tratamiento doctrinal de los estados de flujos de fondos y la regulación actual de su formulación confirma a nivel internacional la creciente

sustitución de los estados de flujos de capital circulante por estados de flujos de tesorería, tarea iniciada en el área de países anglosajones, pero a la que se ha sumado el propio Comité Internacional de Normas Contables (International Accounting Standards Committee). Ha sido habitual por parte de la doctrina, y así se ha hecho también en las exposiciones de motivos de los diferentes pronunciamientos normativos, basar dicha elección en identificar una mayor objetividad de la tesorería y conceptos equivalentes. Pero más allá de que ésto sea el resultado concluyente del debate sobre los enfoques alternativos a dar al término fondo, tras esta constatación se esconde el éxito de la clasificación por actividades u operaciones de las diversas categorías de flujos, frente a un formato que se limita a identificar orígenes y aplicaciones de epígrafes inspirados directa o indirectamente en la clasificación del Balance de situación como expresión de la situación patrimonial de las empresas. En suma, los esfuerzos por construir unos formatos de presentación que clasifiquen los flujos con criterios al servicio de la explicación de cuáles fueron las decisiones de inversión y financiación tomadas por la empresa y su repercusión sobre el valor de la misma son los que finalmente vienen a imponer la versión de un estado de flujos que informe sobre cobros y pagos estrictamente.

En efecto, una clasificación por operaciones que distinga, por tanto, entre flujos operativos, de inversión y de financiación, necesariamente informará como máximo nivel de agregación en términos de recursos líquidos netos, asimilables a

partidas extraoperativas de capital circulante, dado que los flujos operativos resultarán siempre de agregar a una determinada definición de recursos generados la disminución experimentada por las necesidades operativas de fondos. Además, partidas tales como las inversiones financieras temporales y los pasivos por deudas financieras con vencimiento a corto plazo no tienen por qué pertenecer al ámbito de las decisiones sobre la gestión de tesorería, esto es, en el análisis de los diferentes campos para la toma de decisiones, pertenecen respectivamente a las actividades de inversión financiera y de financiación ajena.

La implantación de los formatos de clasificación de flujos por operaciones se encuentra ligada al estudio de la utilidad de los estados de flujos de fondos. Teniendo en cuenta los objetivos que persigue el análisis de la información económico-financiera, separable en las áreas de análisis económico y análisis financiero, se pretende asignar a la primera el estudio de los flujos operativos, es decir, plantear que los mismos puedan ser una alternativa a la cifra de beneficios. Resulta que dicha tarea es equivocada en lo que respecta al enfoque de un estado de flujos por actividades, dado que los flujos de tesorería operativos no son más que el resumen de la información sobre recursos generados y variaciones de las necesidades operativas de fondos o capital circulante operativo, mientras que en la versión de un estado de variaciones de capital circulante solamente disponemos de una cierta medida de los recursos generados, entendida como el cómputo de los ingresos menos los gastos que hicieron aumentar o disminuir el capital circulante global.

Tomados individualmente, por tanto, los recursos generados son simplemente una información parcial de los beneficios. En el caso de los flujos de tesorería operativos, en cambio, nos apartamos del análisis del beneficio porque se incorpora un dato adicional: el estudio de la rotación de existencias, clientes y proveedores, en el desglose más sintético que admite el capital circulante operativo. En este sentido, el papel de los flujos operativos o por operaciones corrientes en el análisis económico tiene que ver en realidad con el estudio de la rentabilidad, obviando las limitaciones del ratio contable de retorno, aunque añadiendo nuevas dificultades, que pasan por especificar adecuadamente el modelo que relacione los flujos de inversión con sus retornos en forma de flujos operativos. Esta dificultad explicaría en parte los poco concluyentes resultados en la predicción de valores de mercado en base a flujos de tesorería ex-post, resultados mejorados en bastantes ocasiones por el empleo de datos sobre beneficios, variable que sí incorpora información sobre flujos de tesorería potenciales. Se añadiría a la explicación anterior el hecho de que la unanimidad de las sociedades y agencias de Bolsa en dar valor a la información sobre beneficios se basa en un comportamiento gregario. Además, los dividendos se reparten en función de los beneficios, lo mismo que otras remuneraciones al personal y a los administradores. Pero pudiera ocurrir que la generalización del uso y comprensión de los estados de flujos de fondos modificara las conclusiones anteriores.

En cuanto al papel de la información sobre flujos de fondos en el análisis financiero, salvando cuestiones metodológicas, las contradicciones en que incurren los estudios de predicción de insolvencia que comparan la utilidad de beneficios y flujos operativos de nuevo caen en un error de enfoque, dado que al utilizar éstos últimos están agregando datos de rotaciones de existencias, clientes y proveedores cuyo comportamiento no es linealizabile en los ejercicios previos a la quiebra o insolvencia. El problema se agudiza, además, al no hacer uso de información sobre flujos plurianuales.

¿Cuál es, entonces, la utilidad de la información sobre flujos de fondos?. La clasificación por operaciones nos permite aplicar los desarrollos de Murard y Lawson al estudio del equilibrio entre flujos económicos y financieros, incluyendo en los primeros a los flujos de inversión y a los flujos operativos antes de gastos financieros, mientras que los segundos se refieren a aportaciones de accionistas y acreedores y a sus respectivas remuneraciones, vía dividendos o intereses. Murard pone el acento en la determinación de las inversiones "necesarias", aplicables a una empresa sin acceso directo a los mercados de capitales. En cambio, Lawson considera como variable final la remuneración tanto de accionistas como de acreedores, bajo el supuesto de una firma que puede captar capitales externos. En ambos casos nos hallamos ante un análisis empresarial de carácter más global, a más largo plazo, que sigue un enfoque interno sobre la gestión de los recursos financieros, directamente relacionado con la planificación estratégica, de ahí

que se concluya en la necesidad de contar con datos acumulados a lo largo de varios ejercicios; cuatro o cinco, es la cifra alrededor de la que existe un punto de coincidencia entre los diferentes autores.

Se trata, obviamente, de un tipo de análisis distinto al tradicionalmente practicado sobre las cuentas anuales del ejercicio, en el que beneficio, inversión y financiación son cuestiones débilmente relacionadas; las dos primeras por medio del ratio contable de rentabilidad, con todas las limitaciones que presenta si se sigue el principio del precio de adquisición; y la primera y la tercera, mediante el estudio del apalancamiento financiero, que pretende confrontar flujos de ingresos y gastos con diferentes niveles de incertidumbre.

Un estado de flujos financieros permite realizar dicha ligazón, en primer lugar, extrayendo el impacto financiero de los beneficios brutos de explotación y de los cambios que puedan experimentarse en las necesidades operativas de fondos, en una medida de la liquidez aportada por las operaciones corrientes de la empresa como son los flujos de tesorería operativos. El paso siguiente consiste en analizar los factores de los que depende el equilibrio que se establece entre tales flujos y los aumentos y disminuciones de liquidez debidos a decisiones de inversión y financiación.

De lo anterior se intuye la necesidad de profundizar en el futuro en una línea de investigación que permita fijar la

aportación de los estados de flujos por operaciones en el estudio de la relación entre las aportaciones de los proveedores de fondos y sus retornos, como posible vía de superación de las limitaciones del análisis contable de la rentabilidad económica.

El análisis del equilibrio entre flujos puede hacerse, en realidad, mediante cualquier enfoque de estado de origen y aplicación de fondos, incluso un estado de variaciones de capital circulante, con tal de que se puedan separar del pasivo exigible a corto plazo las fuentes de financiación ajenas al ciclo de explotación, tal y como hace el modelo de Cuadro de Financiación del Plan Contable Francés. Pero ello complica innecesariamente la tarea del usuario, dado que debe hacer uso de la información del Balance para poder relacionar debidamente los flujos operativos con los flujos extraoperativos.

No cabe hablar, por tanto, de complementariedad entre los enfoques de variaciones de capital circulante y variaciones de tesorería, dado que ambos nos conducen a un único tipo de análisis por operaciones. Puesto que la definición de las agrupaciones por operaciones se encuentra sujeta a cierta ambigüedad, tal y como ocurre con la clasificación del impuesto sobre beneficios, y de ingresos y gastos financieros, por ejemplo, así como el desglose o no de los flujos operativos por el método directo, se podría defender un formato de orígenes y aplicaciones que no predispusiese a un determinado criterio de clasificación, dando flexibilidad a cada analista. En este caso cabría incluso hablar de un enfoque de variaciones de capital

circulante, siempre que a partir del estado de flujos se pudiesen derivar las diversas clases de flujos por operaciones. Para ello insistimos en la necesaria distinción de las actividades u operaciones a que se refieren las diversas partidas de capital circulante. Sin perjuicio de lo anterior, entendemos que el grado de uniformidad alcanzado en las diversas regulaciones es el suficiente como para no tener que plantear esta alternativa.

A la vista de lo comentado hasta aquí, el Cuadro de Financiación del Plan General de Contabilidad no cumple las condiciones mínimas que se exigen para el análisis de los estados de flujos. Y ello, ya no sólo por su enfoque de variaciones de capital circulante, definido éste según un criterio temporal, en clara subordinación a la clasificación del Balance de Situación, sino por la dificultad para realizar una separación de los flujos por actividades u operaciones, debido al desglose claramente insuficiente de las variaciones experimentadas por las partidas de circulante.

En base a lo anterior y a la discusión sobre los pormenores de la clasificación por operaciones contenidos en el capítulo II formularemos la siguientes propuestas a considerar para mejorar la información sobre flujos financieros que se encuentran obligadas a publicar las empresas de nuestro país:

- 1º) Sustitución del enfoque de variaciones de capital circulante por un estado de flujos de tesorería clasificados por operaciones corrientes, de inversión y de financiación.

Esta propuesta creemos que se encuentra suficientemente justificada a partir de lo ya comentado en párrafos anteriores en cuanto a la explicación del por qué del éxito en la implantación de los estados de flujos de tesorería por operaciones como forma de dar utilidad a la información así presentada.

- 2º) Definición de tesorería similar al epígrafe de igual denominación contenido en el Balance de situación. Inclusión de la variación de tesorería del ejercicio entre los flujos por operaciones de inversión, con separación del resto de los mismos.

Como explicación a lo anterior, hemos llegado a la conclusión de que resultará baldío enfrascarse en una discusión pormenorizada sobre la definición más o menos amplia del término tesorería, dado que, a diferencia de lo que ocurre con el saldo de pérdidas y ganancias en una cuenta de resultados, a efectos de análisis se tratará en cualquier caso como una variable residual. En cuanto a las partidas derivadas de la conciliación entre flujos y saldos de Balance, se debería reflejar como un subapartado el efecto de las diferencias de cambio sobre los saldos en moneda extranjera. Por lo demás, en un estado de flujos de tesorería consolidado la solución propuesta presentaría la

ventaja de reflejar en el mismo epígrafe los pagos por adquisición de filiales y la tesorería adquirida consecuencia de la ampliación del perímetro de consolidación. Lo mismo ocurriría en el caso inverso de enajenación: el cobro por actividades de inversión se expresaría neto de la tesorería cedida.

3º) Separación de los flujos de inversión en funcionales y extrafuncionales.

En línea con la utilidad de los estados de flujos por operaciones para el análisis de la rentabilidad, debemos tener en cuenta que éste debe hacerse separando los flujos fruto de decisiones de inversión en activos extrafuncionales, es decir, generadoras de entradas de fondos, aun corrientes u operativos, por actividades diferentes de las que constituyan la actividad principal de la empresa. No debe haber problema tampoco para separar tal clase de entradas. En realidad, éste es el mínimo concepto posible de segmentación que se puede prescribir. Lo ideal sería poder contar con una división de cobros y pagos operativos y de inversión funcional por mercados geográficos o por productos, tal y como se ha propuesto, si bien, de manera tímida, para el importe neto de la cifra de negocios.

4º) Consideración de los gastos financieros como remuneración de acreedores, es decir, como flujos negativos de financiación ajena, fuera de los flujos operativos.

Ello implica optar por las propuestas que distinguen entre flujos por operaciones económicas o reales y flujos de financiación, sin tener en cuenta la estructura financiera de la empresa (teoría de la entidad). Si algún estado contable permite prescindir de una excesiva orientación hacia el propietario ese es el estado de variación de fondos. Esto permite seguir un orden habitual en el estudio de la rentabilidad de empresas con libre acceso a los mercados de capitales, que se inicia con su estudio en términos globales, para después distinguir entre accionistas y prestamistas. Lo anterior no debe impedir el mostrar de forma separada las aportaciones y reembolsos de los retornos que se plasman en el abono ya sea de dividendos o de intereses.

5°) **Presentación separada de los flujos procedentes del pago del impuesto sobre beneficios, es decir, como una categoría aparte de las tres citadas en el primer punto.**

Este criterio es similar al adoptado para la cuenta de Pérdidas y Ganancias del Plan General de Contabilidad, más argumentado si cabe en este caso en atención a la orientación hacia la globalidad de suministradores de fondos que quedaba sentada en la propuesta anterior. Se evita así tener que cuantificar efectos tales como la doble tributación de dividendos, la deducibilidad de intereses, los resultados por enajenación de activos o las deducciones a la inversión en el computo de unos flujos operativos cuya definición incluyese los importes pagados en concepto de impuesto sobre beneficios.

6°) Presentación de los flujos operativos por el método directo.

En el capítulo segundo se expusieron los argumentos utilizados en el debate sobre si presentar o no en términos brutos los flujos de tesorería operativos. Creemos que dicha separación es necesaria si se quiere mejorar la información sobre rotaciones de clientes y proveedores, dado que las mismas se encuentran más correctamente definidas en función de las corrientes de cobros y pagos que de las de ventas y compras, permitiendo además una útil y rápida comparación entre cobros y ventas, por un lado y pagos y compras, por el otro. Otra ventaja es que los imperativos de este método hacen rentable la formulación independiente del estado de flujos, sin que quede subordinada a la presentación de Balances de apertura y cierre para el período contemplado.

7°) Separación de los flujos operativos en funcionales y extrafuncionales.

El término flujos operativos o de las actividades corrientes es algo más que cobros y pagos por operaciones de explotación, dado que puede incluir entradas de tesorería por intereses y dividendos de inversiones financieras y cobros y pagos relacionados con ciertos gastos e ingresos extraordinarios que no pueden ser catalogados como de actividades u operaciones de inversión o de financiación. Además de lo anterior, la definición de gastos e ingresos de explotación, tal y como se contempla en

la cuenta de Pérdidas y Ganancias, puede incluir partidas procedentes de inversiones extrafuncionales. Si hablábamos de distinguir entre flujos de inversión funcionales y extrafuncionales, está claro que la razón de ello estribaba en compararlos con los flujos autogenerados a que den lugar.

8º) Dado que los flujos operativos, tal y como se definen en los puntos anteriores, son independientes de la estructura financiera de la empresa, presentar una conciliación de aquéllos no con el beneficio del ejercicio sino a partir del valor añadido.

La propuesta anterior debe interpretarse con ciertos matices. La relación entre valor añadido y flujos de tesorería autogenerados por las actividades corrientes de la empresa implicaría no dejar constancia de las dotaciones a amortizaciones y provisiones, los gastos financieros, así como del gasto por impuesto sobre beneficios. Se podría también pensar en empezar la conciliación a partir del beneficio de explotación, pero creemos más útil añadir la información sobre el valor añadido, a efectos de su comparación con los flujos de inversión, dejando claramente determinado el coeficiente de intensidad del capital.

- 9°) Inclusión en la Memoria de información sobre las operaciones de inversión y financiación que no produzcan variaciones de tesorería, separando los importes que se refieren a las variaciones de activos y pasivos.

Este es un requisito común a la generalidad de modelos de estados de flujos de tesorería analizados. Trata de obviar el problema de determinar en qué casos podría resultar admisible desglosar una operación en sendos signos ficticios de signo contrario. En todo caso dicha información debe permitir realizar dicha separación, máxime cuando sea significativa.

- 10°) Incorporación de información plurianual, con datos acumulados de los cuatro últimos ejercicios. En caso de inflación elevada los mismos deberían ser ajustados por el índice general de precios.

La necesidad de incorporar datos plurianuales ha quedado patente en el análisis del equilibrio entre los diferentes flujos por operaciones. La forma de realizar dicho análisis debe permitir evaluar también en qué medida se aparta la estructura de flujos del ejercicio de lo que ha venido siendo norma en términos acumulados. De esta manera se sigue respetando la periodicidad anual común al resto de estados de información económico-financiera externa obligatorios. En cuanto a la consideración del efecto de la inflación sobre los cobros y pagos de ejercicios anteriores, dado que lo que se representa son flujos de

disponible y no variaciones en el valor de activos y pasivos, el método de ajuste adecuado es el que haga uso de un índice general de precios.

11°) Incorporación de flujos de tesorería por operaciones previsionales en el horizonte de un año, al menos en el caso de que la empresa reparta dividendos, ya sean o no a cuenta, o en el caso de que emita valores negociables en un mercado secundario organizado.

Se trata de clarificar así el cumplimiento del requisito de formular un estado previsional de liquidez en el caso de que la empresa reparta dividendos a cuenta. Entendemos que dicho requisito, basado en la información suministrada por un estado de flujos de tesorería, puede extenderse perfectamente a todo tipo de reparto de dividendos, dado que la capacidad para el pago de los mismos se calcula a partir de los flujos de tesorería "libres" y no del beneficio. Se evitaría así que las empresas que reparten dividendos a cuenta queden en desventaja frente a competidores que no precisan actualmente informar de tales datos. La información sobre flujos de tesorería previsionales no es más que el resultado de la presupuestación a corto plazo de pagos y cobros que toda empresa correctamente gestionada debe realizar.

12°) Equiparación del grado de exigencia de la formulación de un estado de flujos de tesorería consolidado.

El análisis de un estado de flujos por operaciones sólo tiene sentido en términos consolidados, dado que sólo a nivel de conjunto consolidable se asegura un equilibrio lógico entre las diferentes categorías de flujos, pues es la matriz la que toma las decisiones de inversión y financiación, contando para ello con los fondos de todas las sociedades del grupo, a salvo de posibles limitaciones a la repatriación de fondos que deben ser reveladas. Según esto, se podría incluso llegar a plantear la no formulación del formato individual, de acordarse un mínimo grado de segmentación de los flujos operativos y de inversiones funcionales. En relación con la formulación de un estado de flujos de tesorería consolidado, éste evita alguna de las dificultades de un estado de variaciones de capital circulante: se prescinde de toda referencia a resultados externos, simplifica la información sobre cambios en el perímetro de consolidación, así como el reflejo de la variación en el tipo de cambio de conversión de flujos denominados en moneda extranjera, con independencia del método de conversión empleado para el Balance.

BIBLIOGRAFIA

- Accounting Standards Board (1991): *Financial Reporting Standard (FRS) N° 1 (1991). "Cash Flow Statements"*. ASB. September.
- Accounting Standards Committee (1975): *"The Corporate Report"*. Ed. Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), London.
- Accounting Standards Committee (1983): *Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) N° 20. "Foreign Currency Translation"*. ASC, London, May.
- Achleitner, A.K. (1995): "Latest Developments in Swiss Regulation of Financial Reporting". *The European Accounting Review*, Vol. 4, N° 1, pp. 141-154.
- Albouy, M. (1987): "Tableaux de Financement: Orthodoxie et Modernité". *Revue Française de Gestion*, Juin-Juillet-Août, pp. 4-18.
- Ali, A. (1994): "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations and Cash Flows". *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 61-73.
- Ali, A.; Pope, P.F. (1995): "The Incremental Information Content of Earnings, Funds Flow and Cash Flow: The UK Evidence". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 22, N° 1, January, pp. 19-34.
- Altman, E.I. (1968): "Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy". *Journal of Finance*, Vol. 22, September, pp. 508-609.
- Altman, E.I. (1983): *"Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy"*. Ed. John Wiley & Sons, New York.
- Altman, E.; Hadelman, R.; Narayan, P. (1977): "ZETA Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk Corporation". *Journal of Banking and Finance*, June, pp. 29-53.
- American Accounting Association. Committee on External Reporting (1969): *"An Evaluation of External Reporting Practices. A Report of the 1966-68 Committee on External Reporting"*. The Accounting Review (Supplement). AAA. pp. 79-123.
- American Accounting Association. Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports (1977): *"Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance (SOATATA)"*. AAA.
- American Institute of Certified Public Accountants (1953): *Accounting Research Bulletin (ARB) N° 43. "Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins"*. AICPA, New York, June.

American Institute of Certified Public Accountants (1963): *Accounting Principles Board Opinion N° 3. "The Statement of Source and Application of Funds"*. APB, October.

American Institute of Certified Public Accountants (1970): *Accounting Principles Board Statement N° 4. "Basic Concepts and Accounting Principles Underlying Financial Statements of Business Enterprises"*. APB, October.

American Institute of Certified Public Accountants (1971): *Accounting Principles Board Opinion N° 19: "Reporting Changes in Financial Position"*. APB, March.

American Institute of Certified Public Accountants (1973a): *"Study Group on the Objectives of Financial Statements"*. AICPA, New York.

American Institute of Certified Public Accountants (1973b): *Accounting Principles Board Opinion N° 28: "Interim Reporting"*. APB.

Andersen Consulting (1994): *"La Función de Tesorería en la Empresa. La Visión Estratégica"*. Madrid.

Ansón Lapeña, J.A.; Pina Martínez, V. (1994): "Contenido Informativo de la Información Económico-Financiera para Evaluar la Rentabilidad Empresarial". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIII, N° 78, Enero-Marzo, pp. 143-157.

Ansón Lapeña, J.A.; Pina Martínez, V. (1995): "Factores Explicativos de la Rentabilidad Empresarial". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIV, N° 82, Enero-Marzo, pp. 41-57.

Apellániz, P. (1993): "El Estado de Flujos de Tesorería Previsional". En Gallizo Larraz, J.L.: *"Los Estados Financieros Complementarios"*. Ed. Pirámide, Madrid, pp. 229-257.

Archel, P. (1991): "La Conversión de Partidas en Moneda Extranjera". *Partida Doble*, N° 14, Julio, pp. 56-60.

Arellano Salafranca, I. (1994): "La Valoración del Riesgo Financiero (Según el Flujo de Tesorería de Explotación)". *Estrategia Financiera*, N° 95, Abril, pp. 19-22.

Arnold, A.J.; Clubb, C.D.B.; Manson, S.; Wearing, R.T. (1991): "The Relationship between Earnings, Funds Flows and Cash Flows: Evidence for the UK". *Accounting and Business Research*, Vol. 22, N° 85, pp. 13-19.

Austin, L.M.; Bradbury, M.E. (1995): "The Accuracy of Cash Flow Estimation Procedures". *Accounting and Finance*, Vol. 35, N° 1, May, pp. 73-86.

Australian Accounting Standards Board (1991): *Accounting Standard N° 1.026: "Statement of Cash Flows"*. AASB, Caulfield.

- Aziz, A.; Emanuel, D.C.; Lawson, G.H. (1988): "Bankruptcy Prediction. An Investigation of Cash Flow Based Models". *Journal of Management Studies*, Vol. 25, N° 5, September, pp. 419-437.
- Backer, M.; Gosman, M.L. (1978): "Financial Reporting and Business Liquidity". National Association of Accountants, New York.
- Bailly, L.; Lavoyer, J.C. (1990a): "Comprendre le Tableau de Financement Consolidé". *Revue Française de Comptabilité*, Juillet-Août, pp. 35-39.
- Bailly, L.; Lavoyer, J.C. (1990b) : "Comment Construire le Tableau de Financement Consolidé". *Revue Française de Comptabilité*, Septembre, pp. 45-47.
- Ball, R.; Brown, P. (1968): "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers". *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 159-178.
- Ballarín, E. (1981): "La Verdadera Relación entre el Cash-Flow y el Flujo de Tesorería". *Harvard-Deusto Business Review*, N° 6, Segundo trimestre, pp. 114-124.
- Barlev, B.; Livnat, J. (1990): "The Information Contents of Funds Statement Ratios". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, N° 3, Summer, Vol. 5, pp. 411-438.
- Barnea A.; Haugen, R.A.; Sembet, L.W. (1981): "Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure: A Review". *Financial Management*, Summer, pp. 7-22.
- Beaver, W.H. (1966): "Financial Ratios as Predictors of Failure". *Journal of Accounting Research* (Supplement), N° 4, pp. 71-127.
- Beaver, W.H. (1968a): "Alternative Accounting Measures and Predictors of Failure". *The Accounting Review*, January, pp. 113-122.
- Beaver, W.H. (1968b): "The Information Content of Annual Earnings Announcements". *Journal of Accounting Research* (Supplement), Vol. 6, pp. 67-92.
- Beaver, W.H. (1989): "Financial Reporting: An Accounting Revolution". Ed. Prentice-Hall. 2ª edición. Englewood Cliffs, New Jersey.
- Beaver, W.H.; Dukes, R. (1972): "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations and the Behaviour of Security Prices". *The Accounting Review*, N° 48, April, pp. 320-333.
- Belkaoui, A. (1983): "Accrual Accounting and Cash Flow Accounting: Relative Merits of Derived Accounting Indicators Numbers". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 10, N° 2, Summer 1983, pp. 299-312.

- Belkaoui, A.R. (1992): "Accounting Theory". 3ª edición. Academic Press, London.
- Benoit, G. (1980): "Le Tableau de Financement Consolidé". *Revue Française de Comptabilité*, Mai, pp. 243-249.
- Bernard, V.L.; Stober, T.L. (1989): "The Nature and Amount of Information Reflected in Cash Flows and Accruals". *The Accounting Review*, Vol. LXIV, October, pp. 624-652.
- Bernstein, L.A. (1993): "Análisis de Estados Financieros. Teoría, Aplicación e Interpretación". Ed. Servicio Universidad, Barcelona.
- Board, J.L.G.; Day, J.F.S. (1989): "The Information Content of Cash Flow Figures". *Accounting and Business Research*, Vol. 20, N° 77, pp. 3-11.
- Bonbright, J.C. (1937): "The Valuation of Property". Michie, Virginia.
- Bowen, R.M.; Burgstahler, D.; Daley, L.A. (1986): "Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flows". *The Accounting Review*, Vol. LXI, N° 4, October, pp. 713-725.
- Bowen, R.M., Burgstahler, D.; Daley, L.A. (1987): "The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows". *The Accounting Review*, Vol. LXII, N° 4, October, pp. 723-747.
- Boze, K.M. (1987): "Cash Flow Statements: Converting from Accrual Basis Financial Statements". *National Public Accountant*, Vol. 32, N° 6, June, pp. 35-41.
- Bracken, R.M.; Volkan, A.G. (1988): "Forecasting Cash Flows. Will the New Reporting Rules Help?". *Journal of Business Forecasting*, N° 1, Spring, Vol. 7, pp. 8-10.
- Bradbury, M.; Newby, S. (1989): "The Use of a Statement of Changes in Financial Position to Interpret Financial Data: An Empirical Investigation". *Abacus*, Vol. 25, N° 1, March, pp. 31-38.
- Brealey, R.; Myers, S. (1988): "Principios de Finanzas Corporativas". 2ª edición. McGraw-Hill Interamericana, Mexico.
- Brief, R.P. (1985): "Limitations of Using the Cash Recovery Rate to Estimate de IRR: A Note". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 12, N° 3, Autumn, pp. 473-475.
- Butler, D.; Holland, K.; Tippet, M. (1994): "Economic and Accounting (Book) Rates of Return: Application of a Statistic Model". *Accounting and Business Research*, Vol. 24, N° 96, pp. 303-318.

- Campos, A.; Martins, P. (1995): "Conception of a Data Base for the Construction of a Cash Flow Statement". Comunicación al XVIII Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (European Accounting Association). Birmingham, 10/12 de Mayo.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (1983): *Handbook, Section 1650. "Foreign Currency Translation"*. CICA, Toronto.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (1985): *Accounting Recommendations. General Accounting Section 1540. "Statement of Changes in Financial Position"*. CICA, Toronto, September.
- Cañibano Calvo, L. (1977): "Los Estados Financieros de los Grupos Multinacionales: Problemas Derivados de la Conversión de las Distintas Monedas a Una Común". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. VI, N° 20-21, pp. 386-400.
- Cañibano Calvo, L. (1987): "Contabilidad. Análisis Contable de la Realidad Económica". 2ª edición. Ed. Pirámide, Madrid.
- Cañibano Calvo, L. (1991): "Contabilidad. Análisis Contable de la Realidad Económica". 5ª edición, Ed. Pirámide, Madrid.
- Cañibano Calvo, L.; Bueno Campos, E. (1978): "Autofinanciación y Tesorería en la Empresa: El Cash Flow". 1ª edición. Ed. Pirámide, Madrid.
- Cañibano Calvo, L.; Bueno Campos, E. (1983): "Autofinanciación y Tesorería en la Empresa: El Cash Flow". 2ª edición. Ed. Pirámide, Madrid.
- Cañibano Calvo, L.; Cea García, J.L. (1972): "Los Grupos de Empresas: Consolidación y Censura de sus Estados Contables". Ed. ICE, Madrid.
- Caraballo Esteban, T. A. (1992): "Del Cuadro de Financiación de análisis de la variación del Capital Circulante al Cuadro de Financiación de análisis de la variación de tesorería". Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.
- Carslaw, C.A.; Mills, J.R. (1991): "Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis". *Journal of Accountancy*, Vol. 171, November, pp. 63-77.
- Casanovas Ramón, M. (1994): "Hacia una Nueva Metodología de Valoración de Empresas: El Valor Final Neto Borroso". *Estudios Financieros, Revista de Contabilidad y Tributación*, N° 140, Noviembre, pp. 83-107.
- Casey, C.J.; Bartczak, N.J. (1984): "Cash Flow. It's Not the Bottom Line". *Harvard Business Review*, July-August, pp. 61-66.
- Casey, C.J.; Bartczak, N.J. (1985): "Using Cash Flow Data to Predict Financial Distress: Some Extensions". *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, N° 1, Spring 1985. pp. 384-401.

Cea García, J.L. (1976): "El Presupuesto de Tesorería y los Estados Financieros Previsionales". *Técnica Contable*, Tomo XXVIII, pp. 441-456 y 480.

Cea García, J.L. (1990): "Revisión Panorámica de los Modelos de Cuentas Anuales en el Plan General de Contabilidad de España (P.G.C.E) 1990". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XIX, N° 63, Abril-Junio, pp. 401-423.

Cea García, J.L. (1992): "Algunas Anotaciones sobre la Imagen Fiel y sobre el Concepto de Cuentas Anuales Consolidadas de los Grupos de Sociedades". *Estudios Financieros, Revista de Contabilidad y Tributación*, N° 108, Marzo, pp. 23-40.

Cea García, J. L. (1993): "El Principio del Devengo en el Plan General de Contabilidad de 1990. Una Lectura Progresista en Favor de la Imagen Fiel". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Central de Balances del Banco de España (1992): "Resultados 1981-1989, 1990 provisional y Avance de 1991". Banco de España, Noviembre.

Charitou, A.; Falas, T. (1995): "The Role of Earnings and Cash Flows in Explaining Security Returns in the Presence of Conflicting Signals". Comunicación a la III International Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Charitou, A.; Ketz, E. (1991): "An Empirical Examination of Cash Flow Measures". *Abacus*, Vol. 27, N° 1, March, pp. 51-64.

Charreaux, G. (1984): "Les Tableaux de Financement: Contenu Descriptif et Normatif". *La Revue Banque*, N° 444, Novembre, pp. 1137-1142; N° 445, Décembre, pp. 1227-1234.

Chaveau, B. (1993): "Comparación entre los Modelos Contables Franceses y Españoles de Saldos de Gestión y de Cuadro de Financiación". Comunicación al VII Congreso de AECA. 22-24 de Septiembre. Vitoria.

Chevalier, A.; Richoux, G. (1989): "Les Mutations de l'Analyse Financière". *La Revue Banque*, N° 497, Septembre, pp. 794-803.

Choi, F.; Hino, H.; Min, S.; Nam, S.; Ujie, J.; Stonehill, A. (1983): "Analyzing Foreign Financial Statements: The Use and Misuse of International Ratio Analysis". *Journal of International Business Studies*, Spring/Summer, pp. 113-131.

Choi, F.; Sondhi, A. (1984): "SFAS N° 52 and the Funds Statement". *Corporate Accounting*, Spring, pp. 46-56.

Clubb, C.D.B. (1995): "An Empirical Study of the Information Content of Accounting Earnings, Funds Flows and Cash Flows in the UK". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 22, N° 1, January, pp. 35-52.

Cole, W.M. (1915): "Accounts, Their Construction and Interpretation for Business Men and Students of Affairs". Houghton Mifflin Company.

Cole, W.M. (1921): "The Fundamentals of Accounting". Houghton Mifflin Company.

Comissão de Normalização Contabilística (1993): *Directriz Contabilística N° 14, "Demonstração dos FLuxos de Caixa"*. Lisboa.

Comunidad Económica Europea (1976): *Segunda Directriz del Consejo de 13 de Diciembre, relativa a la Constitución de la Sociedad Anónima, así como al Mantenimiento y a las Modificaciones de su Capital*. (77/91/CEE).

Comunidad Económica Europea (1978): *Cuarta Directriz del Consejo, de 25 de Julio, relativa a las Cuentas Anuales de Ciertas Formas de Sociedades*. (78/660/CEE).

Comunidad Económica Europea (1983): *Séptima Directriz del Consejo, de 13 de Junio, relativa a las Cuentas Consolidadas*. (83/349/CEE)

Cóndor López, V (1988): "Cuentas Consolidadas. Aspectos Fundamentales en su Elaboración". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Cóndor López, V. (1991): "El Cuadro de Financiación Consolidado". *Partida Doble*, N° 14, Julio, pp. 42-54.

Condor López, V.; Blasco Burriel, P. (1995): "El Estado de Flujos de Tesorería Consolidado". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIV, N° 83, Abril-Junio, pp. 445-478.

Constable, J.J.; Woodliff, D.R. (1992): "The Prediction of Corporate Failure Using Publicly Available Information: Australian Evidence". Comunicación al XV Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (European Accounting Association), Madrid 22/24 de Abril.

Contreras Mora, J.I. (1993): "El Circulante Previsional: La Determinación de las Aplicaciones y Medios a Corto Plazo". *Esic Market*, N° 79, Primer Trimestre, Enero-Marzo, pp. 131-141.

Corona Romero, E. (1991): "Análisis del Cuadro de Financiación Consolidado en el Borrador de Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas", en "Cómo Consolidar las Cuentas Anuales de los Grupos de Sociedades", Tomo 2. Ed. Area Editorial S.A./Expansión. pp. 71-110.

Crespo Domínguez, M.A. (1988): "Los Principios Contables y la Estructura Conceptual", en "XXV Años de Contabilidad Universitaria en España. Homenaje a Mario Pifarré Riera". Ed. Instituto de Planificación Contable. Madrid, pp. 175-199.

Crespo Domínguez, M.A. (1989): El Estado de Flujos de Tesorería: Una Visión a través del FASB ST N° 95". *Técnica Contable*, Tomo XLI, pp. 219-226.

Cuadrado Ebrero, A. (1983): "Cash-Flow y Flujo de Recursos". Ed. Instituto de Planificación Contable. Madrid.

Cubedo Tortonda, M.; Calvé Pérez, J.I. (1993): "El Nuevo Modelo de Análisis de los Flujos Financieros en el Plan General de Contabilidad". *Técnica Contable*, Tomo XLV, N°s 529-530, Enero, pp. 53-72 y Febrero, pp. 116-137.

Cuervo, A.; Rivero, P. (1986): "El Análisis Económico-Financiero de la Empresa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, N° 49, Enero-Abril, pp. 15-33.

Dealy, N. (1994): "A Chance for More Meaningful Reporting". *Accountancy*. Vol. 103, June, N° 1.210, p. 98.

Deangelo, H.; Masulis, R. (1980): "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation". *Journal of Financial Economics*, March, pp. 3-29.

Dechow, P.M. (1994): "Accounting Earnings and Cash Flow as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, pp. 3-42.

Demant, L. (1994): "47th German Business Economics Conference". *The European Accounting Review*, Vol. 3, N° 2, pp. 391-394.

Denis, D.J.; Denis, D.K.; Sarin, A. (1994): "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clientele". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, N° 24, December, pp. 567-587.

Dervaux, B. (1991): "Méthode Efficace de Diagnostic et d'Analyse Financière MEDAF". *La Revue Banque*, N° 516, Mai 1991, pp. 495-501.

Dijksma, J. (1995): "Cash Flow Statements in the Netherlands". Comunicación a la III International Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Donaldson, G. (1969): "Strategy for Financial Mobility". Division of Research, Graduate School of Business Administration. Harvard University. Boston.

Donleavy, G.D. (1994): "Cash Flow Accounting. International Uses and Abuses". Routledge, London.

Dormagen, J.C. (1991): "L'Apport de la Comptabilité Intégrée à l'Analyse par les Flux". *Analyse Financière*, N° 84, 1er trimestre, pp. 103-113.

Drtina, R.; Largay, J. (1985): "Pitfalls in Calculating Cash-Flow from Operations". *The Accounting Review*, April, pp. 314-326.

Duangploy, O.; Zieha, E.; Gray, D. (1987): "SFAS N° 52 and the Statement of Changes in Financial Position: A Survey and Proposal for Change". *International Journal of Accounting Education and Research*, Spring, pp. 25-40.

Durán Herrera, J.J.; Lamothe Fernández, P. (1985): "Gestión Financiera Internacional de la Empresa". Ed. Instituto de Planificación Contable, Madrid.

Edwards, J.; Kay, J.; Mayer, C. (1990): "El Análisis Económico de la Rentabilidad Contable". Alianza Editorial, Madrid.

Egginton, D.A. (1984): "In Defence of Profit Measurement: Some Limitations of Cash Flow and Value Added as Performance Measures for External Reporting". *Accounting and Business Research*, Vol. 15, N° 54, Spring, pp. 99-112.

El Gazzar, S.M.; Zaumeyer, D. (1990): "Cash Flow Disclosure, Solvency and Bonds Rating Changes". Actas del Coloquio Internacional de Niza: El Análisis Financiero por medio de Flujos: Moda o Modelo". 13 y 14 de Diciembre.

Emmanuel, C.B. (1988): "Cash flow Reporting, Part 2: Importance of Cash Flow Data in Credit Analysis". *Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 70, June 1988, N° 10, pp. 16-28.

Epstein, M.J.; Pava, M.L. (1992): "Some Good News about Accounting: The Usefulness of the Statement of Cash Flows". Comunicación al XV Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (European Accounting Association), Madrid 22/24 de Abril.

España, Legislación: Decreto 530, de 22 de Febrero de 1973, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

España, Legislación: Ley 19/1989, de 25 de Julio, de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en Materia de Sociedades.

España, Legislación: Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

España, Legislación: Real Decreto 1643/1990, de 20 de Diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

España, Legislación: Real Decreto 1815/1991, de 20 de Diciembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas.

España, Legislación: Orden de 28 de diciembre de 1994 por la que se aprueban las Normas de Adaptación del Plan General de Contabilidad a las Empresas Inmobiliarias.

Esteo Sánchez, F. (1992): "Afianzamiento Mundial de los Estados de Tesorería". Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Universidad de Alicante, 25 y 26 de Septiembre.

European Commission of Financial Information and Accounting Standards (1994): "Cash Flow Statements". Working Document for Accounting Advisory Forum (Doc. XV/6008/94-Rev. 2). Brussels, EC-Directorate General XV.

Fernández Estelles, M. (1990): "Análisis de las Cuentas Anuales: (III) El Cuadro de Financiación". *Partida Doble*, N° 1, Mayo, pp. 48-51.

Fernández Fernández, J.M. (1992): "Del Cuadro de Financiación al Estado de Flujos de Tesorería". *Actualidad Financiera*, N° 7, 17-23 de Febrero, pp. C23-C61.

Fernández Fernández, J.M. (1993): "Consolidación de Estados Contables". Ed. AC.

Fernandes Ferreira, L. (1992): "Consolidated Accounts in Portugal". Comunicación al XV Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (European Accounting Association), Madrid 22/24 de Abril.

Fernández Peña, E. (1988): "SFAS 95: Nueva Información Financiera". *Técnica Contable*, Tomo XL, pp. 485-494.

Fernández Peña, E. (1993): "¿Entendemos el Cuadro de Financiación?". *Partida Doble*, N° 37, Septiembre, pp. 4-7.

Fernández Peña, E.; Mallo Rodríguez, C. (1992): "Plan General Francés de Contabilidad". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Fernández Pirla, J.M. (1972): "Teoría Económica de la Contabilidad". 7ª edición. Ed. ICE, Madrid.

Financial Accounting Standards Board (1975): *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 8. "Accounting for the Translation of Foreign Currency Translations and Foreign Currency Financial Statements"*. FASB, Stamford, October.

Financial Accounting Standards Board (1976): *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 14. "Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise"*. FASB, Stamford.

Financial Accounting Standards Board (1978): *Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) N° 1. "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises"*. FASB, Stamford, November.

Financial Accounting Standards Board (1980a): *Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) N° 2. "Qualitative Characteristics of Accounting Information"*. FASB, Stamford, May.

Financial Accounting Standards Board (1980b): *Discussion Memorandum. "An Analysis of Issues Related to Reporting Funds, Liquidity and Flexibility"*. FASB, Stamford, December.

Financial Accounting Standards Board (1980c): *Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) N° 3. "Elements of Financial Statements of Business Enterprises"*. FASB, Stamford.

Financial Accounting Standards Board (1981a): *Exposure Draft. "Reporting Income, Cash Flows, and Financial Position of Business Enterprises"*. FASB, Stamford.

Financial Accounting Standards Board (1981b): *Exposure Draft. "Foreign Currency Translation"*. FASB, Stamford, June.

Financial Accounting Standards Board (1981c): *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 52. "Foreign Currency Translation"*. FASB, Stamford, December.

Financial Accounting Standards Board (1984): *Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) N° 5. "Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises"*. FASB, Stamford.

Financial Accounting Standards Board (1987): *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 95. "Statement of Cash Flows"*. FASB, Stamford, November.

Financial Accounting Standards Board (1989a): *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 102. "Statement of Cash Flows: Exemption of Certain Enterprises and Classification of Cash Flows from Certain Securities Acquired for Resale"*. FASB, Stamford, February.

Financial Accounting Standards Board (1989b): *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) N° 104. "Statement of Cash Flows. Net Reporting of Certain Cash Receipts and Cash Payments and Classification of Cash Flows from Hedging Transactions. An Amendment of FASB St. N° 95"*. FASB, Stamford, December.

Finger, C. (1994): "The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash-Flows". *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, N° 2, Autumn, pp. 210-223.

Finney, H.A. (1921): "Certified Public Accountant Examinations, May 1921, Answers". *Journal of Accountancy*, Vol. XXXIII, N° 1, July, pp. 64-67.

Finney, H.A. (1923): "Statement of Application of Funds". *Journal of Accountancy*, Vol. XXXVI, December, pp. 460-472.

Fisher, F.M.; McGowan, J.J. (1983): "On the Misuse of Accounting Rates of Return". *American Economic Review*, March, pp. 82-97.

Figlewicz, R.E.; Zeller, T.L. (1991): "An Analysis of Performance, Liquidity, Coverage and Capital Ratios from the Statement of Cash Flows". *Akron Business & Economic Review*, N° 1, Spring, Vol. 22, pp. 64-81.

Folegot, J. (1985): "Tableau des Flux et Comptabilité". *Revue Française de Comptabilité*, Octubre, N°. 161, pp. 8-16.

Fondevila Roca, E. (1986): "El Diagnóstico Financiero". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, N° 49, Enero-Abril, pp. 89-132.

Forrester, D.A.R. (1995): "Cash-Flows: From Where? Where To?". Comunicación a la III Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Foster, G. (1986): "*Financial Statement Analysis*". 2ª edición. Prentice Hall International Inc., Englewood Cliffs, New Jersey.

Franz, D.P.; Thies, J.B. (1988): "International Divergence Among Cash Flow, Working Capital and Income From Operations". *Review of Business and Economic Research*, Vol. 23, Spring, pp. 18-28.

Gabás Trigo, F. (1990a): "*Técnicas Actuales de Análisis Contable. Evaluación de la Solvencia Empresarial*". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Gabás Trigo, F. (1990b): "La Memoria de las Cuentas Anuales". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XIX, N° 65, Octubre-Diciembre, pp. 925-959.

Gabás Trigo, F.; Apellániz Gómez, P. (1994): "Capacidad Predictiva de los Componentes del Beneficio: Flujos de Tesorería y Ajustes Corto-Largo Plazo". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIII, N° 78, Enero-Marzo, pp. 107-142.

Gale, B.T.; Branch, B. (1984): "El Análisis del Cash Flow Es Más Importante que Nunca". *Harvard-Deusto Business Review*, N° 17, Primer semestre 1984. pp. 126-133.

Gallizo Larraz, J.L. (1990): "*El Valor Añadido en la Información Contable de la Empresa: Análisis y Aplicaciones*". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Gámez Blanco, G.A. (1994): "El Cuadro de Financiación en el Nuevo Plan General de Contabilidad". *Técnica Contable*, Tomo XLVI, N° 548-549, Agosto-Septiembre, pp. 561-584.

García Benau, M.A.; Almela Díez, B. (1992): "Análisis Financiero de los Grupos de Empresas". Ponencia al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.

García Benau, M.A.; López Gracia, J. (1990): "Información Financiera Intermedia". *Técnica Contable*, Tomo XLII, 1990, pp. 353-368.

- García Benau, M.A.; Mayordomo García-Chicote, F. (1992): "Problemática Conceptual del Cuadro de Financiación Consolidado". *Técnica Contable*, Tomo XLIV, pp. 619-626.
- García Díez, J.; Rubín Fernández, I. (1992): "La Situación del Cuadro de Financiación: La Opinión de los Auditores". Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25-26 de Septiembre.
- García García, M. (1980): "Contabilidad Social". Instituto de Planificación Contable. Madrid.
- García Martín, V. (1987): "Análisis de la Variación del Fondo de Maniobra". *Revista Técnica del Instituto de Censores Jurados de Cuentas*, N° 14, pp. 40-50.
- García Martín, V. (1990): "La Solvencia Empresarial: Criterios Básicos pasa su Adecuada Determinación". *Actualidad Financiera*, N° 13, 26 de Marzo - 1 de Abril, pp. 809-822.
- García Pérez de Lema, D.; Martínez Conesa, I.; Baños Cuello, J.A.; Benito López, B. (1995): "¿Se Elabora Correctamente el Cuadro de Financiación?". *Técnica Contable*, Tomo XLVII, N° 556, Abril, pp. 273-280 y 312.
- Garrod, N.; Hadi, M. (1995): "An Empirical Investigation of the Information Content of Cash Flow and Cash Flow per Share". Comunicación a la III International Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.
- Gawtarnik, E.; Stolowy, H. (1986): "L'Informatisation Intégrale du Tableau de Financement: Un Exemple de Démarché". *Revue Française de Comptabilité*, N° 165, Février, pp. 24-34.
- Gentry, J.; Newbold, P.; Whitford, D. (1985a): "Classifying Bankrupt Firms with Funds Flow Components". *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 146-159.
- Gentry, J.; Newbold, P.; Whitford, D. (1985b): "Predicting Bankruptcy: If Cash Flow's Not the Bottom Line, What Is?". *Financial Analyst Journal*, September-October, pp. 47-56.
- Gentry, J.; Newbold, P.; Whitford, D. (1990): "Profiles of Cash Flow components". *Financial Analyst Journal*, Vol. 46, pp. 41-48.
- Georgiou, G. (1993): "Foreign Currency Translation and FRS 1". *Accounting and Business Research*, Vol. 23, N° 91, pp. 228-236.
- Ghalon, J.M.; Vigeland, R.L. (1988): "Early Warning Signs of Bankruptcy Using Cash Flow Analysis". *Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 71, N° 4, December, pp. 4-15.
- Gibson C. (1983): "Financial Ratios as Perceived by Commercial Loan Officers". *Akron Business and Economic Review*, Summer, pp. 23-27.

Gil Lafuente, A.M. (1990): "El Análisis Financiero en la Incertidumbre". Ed. Ariel, Barcelona.

Giner Inchausti, B. (1991a): "Análisis Crítico del Ratio Contable de Retorno de una Inversión". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Giner Inchausti, B. (1991b): "El Contenido Informativo del Cuadro de Financiación del Nuevo Plan General de Contabilidad". *Partida Doble*, N° 10, Marzo, pp. 58-67.

Goenaga García, M.; Muñoz García, A. (1993): "Cómo Elaborar el Presupuesto de Tesorería". *Partida Doble*, N° 38, Octubre, pp. 38-45.

Golub, S.J.; Huffman, H.D. (1984): "Cash-Flow: Why It Should Be Stressed in Financial Reporting". *Financial Executive*, N° 52. February, pp. 34-42.

Gombola, M.J.; Ketz, J.E. (1983a): "A Note on Cash Flow and Classification Patterns of Financial Ratios". *The Accounting Review*, January, pp. 105-114.

Gombola, M.J.; Ketz, J.E. (1983b): "A Caveat on Measuring Cash Flow and Solvency". *Financial Analysts Journal*, September-October, pp. 66-72.

González Pascual, J. (1992a): "Análisis de la Empresa a través de su Información Económico-Financiera". Ed. Pirámide, Madrid.

González Pascual, J. (1992b): "Autofinanciación, Fondos Generados y Flujos de Caja". *Técnica Contable*, Tomo XLIV, pp. 489-514.

González Pascual, J. (1993): "El Cuadro de Financiación". En Gallizo Larraz, J.L.: "Los Estados Financieros Complementarios". Ed. Pirámide, Madrid, pp. 157-202.

González Pino, L. (1991): "Desarrollo Práctico y Análisis del Cuadro de Financiación. Origen y Aplicación de Recursos Financieros en la Empresa". Ediciones Analíticas Europeas, Madrid.

Gonzalo Angulo, J.A. (1981): "Tendencias de la Información Financiera Empresarial". *Revista Técnica del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España*, N° 4, pp. 19-41.

Gonzalo Angulo, J.A. (1990): "El Cuadro de Financiación del P.G.C. Revisado". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, N° 63, Abril-Junio, pp. 451-518.

Gonzalo Angulo, J.A. (1991): "Cómo Aplicar el Plan General de Contabilidad N° 6: El Cuadro de Financiación". Area Editorial S.A./Expansión, Madrid, pp. 83-99.

Gonzalo Angulo, J.A. (1994): "*Lectura e Interpretación de las Cuentas Anuales Consolidadas*". Ed. Centro de Estudios Financieros, Madrid.

Gonzalo Angulo, J.A. (1995): "Potencial de Análisis de los Flujos de Tesorería", en "*Análisis de la Empresa a través de la Información Complementaria*". II Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable. Universidad de Zaragoza. ASEPUC, Septiembre, pp. 7-31.

Gray, S.J.; Coenenberg, A.G.; Gordon, P.D. (Ed.) (1993): "*International Group Accounting. Issues in European Harmonization*". 2° edición. Routledge, London.

Gregory, R.H.; Wallace, E.L. (1952): "Solution of Funds Statement Problem: History and Proposed New Method". *Accounting Research*, Vol. 3, pp. 99-132.

Grenier, C. (1987): "L'Analyse du Besoin en Fonds de Roulement: Quelques Considérations Méthodologiques". *Revue Française de Comptabilité*, N° 179, Mai, pp. 33-40.

Gross, H. (1969): "*Financing for Small and Medium Sized Business*". Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Grossman, S.D.; Pearl, D. (1988): "Financial Analysis of the Statement of Cash Flows". *Ohio CPA Journal*, Vol. 47, N° 3, Summer, pp. 11-14.

Guyon, C. (1987): "La Trésorerie d'Exploitation: Atouts et Abus". *Revue Banque*, Janvier, pp. 48-58.

Guyon, C. (1991): "Pour une Nouvelle Théorie de l'Equilibre Financier de l'Entreprise". *Analyse Financière*, N° 84, primer trimestre, pp. 23-34.

Guyon, C. (1995): "Traditional versus Operating Cash Flow: The Continuing Debate". Comunicación a la III International Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Guyon, C.; Rozsa, C. (1988): "*La Fonction Financière dans l'Entreprise. Diagnostic financier*". Tomo 2. Ed. Masson, 1988, pp. 211-225.

Guyon, C.; Usunier, D. (1982): "La Trésorerie d'Exploitation ou la Théorie Confirmée par la Pratique". *Analyse Financière*, N° 51, 4° trimestre, pp. 19-29.

Hackel, K.S.; Livnat, J. (1992): "*Cash Flow and Security Analysis*". Irwin, Homewood, Illinois.

Hackel, K.S.; Livnat, J.; Rai, A. (1994): "The Free Cash Flow/Small Cap Anomaly". *Financial Analysts Journal*, September/October, pp. 33-42.

Hamer, J.G.; Kistles, L.H. (1987): "The Statement of Cash Flows: A User Oriented Approach". *National Public Accountant*, Vol. 32, N° 9, September, pp. 18-23.

Haried, A.A.; Imdieke, L.F.; Smith R.E. (1991): "Advanced Accounting". 5ª edición. John Wiley & Sons, New York.

Hartley, W.C.F. (1990): "Cash Flow: Su Planificación y Control". Ed. Deusto, Bilbao.

Haskins, M.E.; Higgs, R.D.; Ketz, J.E. (1987): "Cash Flow Planning". *Planning Review*, Vol. 15, N° 6, November/December, pp. 38-44.

Hawkins, D. (1977): "Toward an Old Theory of Equity Valuation". *Financial Analysts Journal*, November-December, pp. 48-52.

Hawkins, D.; Campbell, W. (1978) "Equity Valuation: Models, Analysis and Implications". Financial Executives Institute, New York.

Heath, L.C. (1978): "Let's Scrap the Funds Statement". *Journal of Accountancy*, October, pp. 94-103.

Henderson, J.W.; Maness, T.S. (1989): "The Financial Analyst's Deskbook. A Cash Flow Approach to Liquidity". Van Nostrand Reinhold, New York.

Hendriksen, E.S. (1968): "Teoría de la Contabilidad". Ed. UTHEA, México.

Hendriksen, E.S. (1982): "Accounting Theory". 4ª edición. Irwin. Homewood, Illinois.

Hepworth, S.R. (1956): "Reporting Foreign Operations". Michigan Business Studies. University of Michigan, Ann Arbor.

Heurlin, S.; Peterssohn, E. (1992): "Sweden", en "The European Accounting Guide". Ed. David Alexander & Simon Archer. Academic Press. London, pp. 767-824.

Hicks, B.E. (1981): "The Cash Flow Basis of Accounting", en "Cash Flow Accounting Papers of the International Conference of Cash Flow Accounting". Ed. Barry E. Hicks y Person Hunt. Laurentian University. Sudbury, Ontario.

Hicks, B.E. (1995): "Management Accounting and Control Systems Structured around the Cash Flow Basis of Accounting". Comunicación a la III Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Hicks, J.R. (1946): "Value and Capital". Clarendon Press, Oxford.

Hoarau, C. (1989): "Pour une Interpretation Différente du TPFF". *La Revue Banque*, N° 495, Juin, pp. 590-607.

Hoarau, C. (1991): "L'Analyse Financière par les Flux: A-t-on Besoin de Modèles?". *Analyse Financière*, N° 84, 1er trimestre, pp. 54-63.

Hopkins, B.D. (1992): "Cash Flow Statements: An Important Analytical Tool". Comunicación al XV Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (European Accounting Association), Madrid 22/24 de Abril.

Hotelling, H. (1925): "A General Mathematical Theory of Depreciation". *Journal of the American Statistical Association*, N° 20, pp. 340-353.

Huefner, R.J.; Ketz, J.E.; Largay III, J.A. (1989): "Foreign Currency Translation and the Cash Flow Statement". *Accounting Horizons* N° 2, Junio, pp. 66-75.

Hussey, R.; Bence, D. (1992): "Analysts and the Cash Flow Statement". *Accountancy*, Vol. 110, N° 1189, September, p. 138.

Iglesias Sánchez, J.L. (1992): "Necesidad de Incorporar el Cash-Flow a las Cuentas Anuales del Plan General de Contabilidad". *Técnica Contable*, Tomo XLIV, pp. 83-104.

Ijiri, Y. (1978): "Cash Flow Accounting and its Structure". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 1, N° 4, Summer (May), pp. 331-348.

Ijiri, Y. (1980): "Recovery Rate and Cash Flow Accounting". *Financial Executive*, March, pp. 54-60.

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (1992): "Resolución de 30 de abril de 1992 sobre algunos aspectos de la norma de valoración número dieciséis del Plan General de Contabilidad". *BOICAC* N° 9, ICAC, pp. 13-24.

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (1994): "Informe del Comité sobre Aspectos Financieros del Gobierno de las Sociedades" *BOICAC* N° 18, ICAC, pp. 93-139.

International Accounting Standards Committee (1977): *International Accounting Standard N° 7. "Statement of Changes y Financial Position"*. IASC, October.

International Accounting Standards Committee (1979): *International Accounting Standard N° 13. "Presentation of Current Assets and Current Liabilities"*. IASC, November.

International Accounting Standards Board (1981): *International Accounting Standard N° 14: "Reporting Financial Information By Segment"*. IASC, August.

International Accounting Standards Committee (1983): *International Accounting Standard N° 21: "Accounting for the Effects of Changes in Foreign Exchange Rates"*. IASC, July.

International Accounting Standards Committee (1989a): *International Accounting Standard N° 27: "Consolidated Financial Statements and Accounting for Investment in Subsidiaries"*. IASC, April.

International Accounting Standards Committee (1989b): *International Accounting Standard N° 29: "Financial Reporting in Hyperinflationary Economies"*. IASC, July.

International Accounting Standards Committee (1992): *International Accounting Standard N° 7: "Statement of Cash Flows"*. IASC, December.

International Accounting Standards Committee (1993): *IASC Insight*, IASC, December, p. 3-5.

Ismail, B.E.; Kim, M.K. (1989): "On the Association of Cash Flow Variables with Market Risk: Further Evidence". *The Accounting Review*, Vol. LXIV, N° 1, January, pp. 125-136.

Ismail, B.E.; Rue, J.C. (1984): "Segmented Financial Data Can Improve Funds Flow Forecast". *Journal of Business Forecasting*, Fall, pp. 11-13.

Jalivand, A.; Harris, R.S. (1984): "Corporate Behavior in Adjusting Capital Structure and Dividend Policy: An Econometric Study". *Journal of Finance*, March, pp. 127-145.

Jensen, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76, N° 2, May, pp. 323-329.

Jensen, M.C.; Meckling, W (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure". *Journal of Financial Economics*, October, pp. 305-360.

Jones, S.; Romano, C.A.; Smyrnios, K.X. (1995): "An Evaluation of the Decision Usefulness of Cash Flow Statements by Australian Reporting Entities". *Accounting and Business Research*, Vol. 25, N° 98, pp. 115-129.

Kamata, N.; Sawamura, T.; Konishi, N. (1995): "A Comparative Analysis of Disclosure of Cash Flow Information in Japan and the U.S.". Comunicación a la III Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Kelly, G.; Tippet, M. (1991): "Economic and Accounting Rates of Return: A Statistical Model". *Accounting and Business Research*, Vol. 21, N° 84, pp. 321-329.

Keynes, J.M. (1930): *"A Treatise on Money"*. Vol. II, Harcourt Brace. New York.

Ketz, J.E.; Largay III, J.A. (1987): "Reporting Income and Cash Flow From Operations". *Accounting Horizons*, June, pp. 5-17.

Kintzele, Ph.L.; Kwiatkowski, V.E. (1990): "GASB vs FASB Standards for Cash Flow Statements". *Internal Auditing*, Vol. 5, N° 4, Spring, pp. 46-54.

Kinunnen, J.; Niskanen, J. (1990): "Market Reactions to Unexpected Accrual Income and Cash Flow". *Actas del Coloquio Internacional de Niza: El Análisis Financiero por medio de Flujos: Moda o modelo*. 13/14 de diciembre.

Klammer, T.P.; Reed, S.A. (1990): "Operating Cash Flow Format: Does Format Influence Decisions?". *Journal of Accounting and Public Policy*, N° 3, pp. 217-235.

Kochanek, R.F.; Norgaard, C. (1988): "Analysing the Components of Operating Cash-Flow: The Charter Company", *Accounting Horizons*, March, pp. 58-66.

Kraus, A.; Litzenberger, R. (1973): "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage". *Journal of Finance*, September, pp. 911-922.

Kronquist, S.L.; Newman-Limata, N. (1990): "Reporting Corporate Cash Flows". *Management Accounting*, Vol. 72, N° 1, July, pp. 31-36.

Láinez Gadea, J.A. (1988): "Análisis Contable del Riesgo de Cambio". Ed. Instituto de Planificación Contable, Madrid.

Láinez Gadea, J.A. (1990): "La Consolidación de Filiales Extranjeras". *Partida Doble*, N° 3, pp. 16-23.

Láinez Gadea, J.A. (1991): "La Conversión de Cuentas Anuales en Moneda Extranjera de Sociedades Dependientes y Asociadas". VI Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Ponencias y Comunicaciones. Ed. AECA, Vigo. pp. 601-626.

Láinez Gadea, J.A. (1993): "Comparabilidad Internacional de la Información Financiera. Análisis y Posición de la Normativa Española". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Laitinen, E.K. (1994): "Traditional Versus Operating Cash Flows in Failure Prediction". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 21, N° 2, March, pp. 195-217.

Largay, J.A.; Stickney, C.P. (1980): "Cash-flows, Ratio Analysis and the WT Grant Bankruptcy", *Financial Analysts Journal*, July-August.

Larrán Jorge, M. (1992): "El Cuadro de Financiación y los Recursos Generados por la Empresa". *Actualidad Financiera*, N° 15, 13-19 de Abril, pp. C199-C216.

- Larrán Jorge, M. (1993): "Una Propuesta de Clasificación Económica del Balance y Cuenta de Resultados a partir de los Modelos del Plan General de Contabilidad". *Estudios Financieros, Revista de Contabilidad y Tributación*, N° 124, Julio, pp. 87-152.
- Larrán Jorge, M. (1995a): "Objectives and Analysis of Cash Flow Statements: A Proposed Methodology of Analysis". Comunicación a la III International Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.
- Larrán Jorge, M. (1995b): "An Empirical Study on the Properties and Predictive Ability of the Operating Cash Flow and Accruals: The Spanish Case". XVIII European Accounting Association. Birmingham, 10/12 de Mayo.
- Larrán Jorge, M.; Ruiz Barbadillo, E. (1995): "Requisitos Informativos Ligados al Dividendo a Cuenta: Un Estudio de la Práctica Empresarial". *Análisis Financiero*, N° 66, 2° Cuatrimestre, pp. 82-91.
- Lawson, G.H. (1971a): "Measuring Divisional Performance". *Management Accountant*, May, pp. 147-152.
- Lawson, G.H. (1971b): "Accounting for Financial Management: Some Tentative Proposals for a New Blueprint". En Shone, R. (Ed.): *Problems of Investment*. Blackwell, Oxford.
- Lawson, G.H. (1981): "The Cash Flow Performance of UK Companies", en M.Bromwich y A. Hopwood (Eds.): *Essays in British Accounting Research*. Pitman.
- Lawson, G.H. (1985): "The Measurement of Corporate Performance on a Cash Flow Basis: A Reply to Mr. Egginton". *Accounting and Business Research*, Spring, pp. 99-108.
- Lawson, G.H. (1991) : "Mesure de Performance Economique et Evaluation des Politiques Financières de l'Entreprise, sur la base d'un Modèle Articulant Valeurs de Marché et Flux Financiers". *Analyse Financière*, 1er trimestre 1991, N° 84, pp. 35-40.
- Lawson, G.H. (Ed) (1992a): *Studies in Cash Flow Accounting and Analysis*. Garland Publishing, New York.
- Lawson, G.H. (1992b): "Assessing Economic Performance and Corporate Financial Policies on a Cash Flow-Market Value Basis". En Lawson, G.H. (Ed): *Studies in Cash Flow Accounting and Analysis*. Garland Publishing, New York. pp. 37-108.
- Lawson, G.H. (1992c): "Some Managerial Implications of Working Capital Analysis", versión revisada de "The Mechanics, Determinants and Management of Working Capital Investment". *Managerial Finance*, Vol. 10, N°s. 3-4, 1984, pp. 40-48. En Lawson, G.H. (Ed): *Studies in Cash Flow Accounting and Analysis*. Garland Publishing, New York. pp. 191-220.

Lawson, G.H. (1992d): "The Valuation of a Business as a Going Concern". En Lawson, G.H. (Ed): "*Studies in Cash Flow Accounting and Analysis*". Garland Publishing, New York. pp. 239-253.

Lawson G.H.; Chong, H. (1992): "Ownership Value Creation and the Evaluation of Alternative Plans". En Lawson, G.H. (Ed): "*Studies in Cash Flow Accounting and Analysis*". Garland Publishing, New York. pp. 109-142.

Lee, T. A. (1982a): "Laker Airways: The Cash Flow Truth". *Accountancy*, June, pp. 115-116.

Lee, T.A. (1982b): "Cash flow Accounting and the Allocation Problems". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Autumn, pp. 341-352.

Lee, T.A. (1984a): "*Cash Flow Accounting*". Van Nostrand Reinhold (UK), Wokingham, Berkshire.

Lee, T.A. (1984b): "Cash Flows and Net Realizable Values: Further Evidence of the Intuitive Concepts". *Abacus*, Vol. 20, N° 2, pp. 125-137.

Lee, T.A. (1992): "Making Cash Flow Statement Useful". *Accountancy*, Vol. 109, N° 1184, April, p. 35.

Lee, T.A.; Stark, W.A. (1987): "Ijiri's Cash Flow Accounting and Capital Budgeting". *Accounting and Business Research*, Spring, pp. 125-131.

Leland, H.; Pyle, D. (1977): "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation". *Journal of Finance*, May, pp. 371-387.

Lev, B. (1978): "*Análisis de Estados Financieros: Un Nuevo Enfoque*". Ed. ESIC. Madrid 1978.

Lev, B. (1989): "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons from Two Decades of Empirical Research". *Journal of Accounting Research*, pp. 153-192.

Levasseur, M. (1979): "*Gestion de Trésorerie*". Ed. Economica, Paris.

Livnat, J.; Zarowin, P. (1990): "The Incremental Information Content of Cash-Flow Components". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, May, pp. 25-46.

Lizcano Alvarez, J. (1993): "*Código Latinoamericano de Contabilidad y Auditoría*". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.

López Díaz, A. y Menéndez Menéndez, M. (1991): "*Contabilidad Financiera*". Ed. AC, Madrid.

López Herrera, D; Moreno Rojas, J.; Rodríguez Rodríguez, P. (1993): "Análisis y Metodología de Elaboración del Estado de Origen y Aplicación de Fondos y del Cuadro de Financiación". *Técnica Contable*, Tomo XLV, N° 534, Junio, pp. 439-456.

López-Santacruz, J.A. ((1994): "Tributación de los Grupos de Sociedades". *Partida Doble*, N° 42, Febrero, pp. 16-24.

Lorek, K.S.; Schaefer, T.F.; Willinger, G.L. (1993): "Time Series Properties and Predictive Ability of Funds Flows Variables". *The Accounting Review*, Vol. 68, N° 1, January, pp. 151-163.

Loveday, G. (1992): "Cash Flow: Coping with Overseas Subsidiaries". *Accountancy*, Vol. 110, N° 1.187, July, pp. 82-83.

Mahoney, J.; Sever, M.; Theis, J. (1988): "Cash Flow: FASB Opens the Floodgates". *Journal of Accountancy*, May, pp. 26-31, 34, 36, 38.

Malone, F. (1990): "Alternative Funds Flow Measures as Predictors of Failure". *Actas del Coloquio Internacional de Niza: El Análisis Financiero por medio de Flujos: Moda o modelo*. 13 y 14 de Diciembre.

Markowitz, H. (1959): "*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*". John Wiley & Sons. New York.

Martínez Conesa, I. (1994): "En Torno a la Conceptualización del Cuadro de Financiación: Utilidad del Capital Circulante como Variable Fondo". *Actualidad Financiera*, N° 4, 24-30 de Enero, pp. C63-C89.

Martínez Churriague, J.I. (1988): "Los Requisitos de la Información Contable: La Propuesta del FASB". En "*XXV Años de Contabilidad Universitaria en España*". Instituto de Planificación Contable, Madrid, pp. 591-609.

Martínez Churriague, J.I. (1992): "Capacidad de Autofinanciación: Cash Flow y Recursos Procedentes de las Operaciones". Ponencia al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.

Martínez García, F. J. (1994): "Los Estados de Circulación Financiera en el Contexto Contable Español: El Cuadro de Financiación y el Estado de Cash Flow". *Estudios Financieros, Revista de Contabilidad y Tributación*, N° 130, Enero, pp. 91-150.

Maness, T.S.; Henderson, J.W. (1989): "A Framework for Analyzing the Statement of Cash Flows". *Journal of Cash Management*, Vol. 9, N° 3, May/June, pp. 19-24.

Maseda, A. (1995): "Cash and Cash Equivalents in the Cash Flow Statement: A Comparative Analysis and Conceptual Proposal". Comunicación al XVIII Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad, Birmingham 10/12 de Mayo.

Mason, P. (1961): "Cash Flow Analysis and the Funds Statement. An Accounting Research Study N° 2". American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), New York.

Massaguer, J. (1990): "Los Dividendos a Cuenta en la Sociedad Anónima. Un Estudio de los Artículos 216 y 217 de la LSA". Ed. Cívitas, Madrid.

Massons i Rabassa, J. (1987): "Finanzas. Diagnóstico y Planificación a Corto Plazo". Ed. Hispano Europea, Barcelona.

Massons i Rabassa, J.; García Nebot, J. (1988): "Análisis Financiero en Inflación". Ed. Hispano Europea, Barcelona.

Mayordomo García-Chicote, F.; Cavadas Cobos, J. (1992): "El Cuadro de Financiación en la Regulación Española". Técnica Contable, Tomo XLIV, pp. 519-534.

McConnell, J.; Muscarella, C. (1985): "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm". *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 399-422.

McNeill Stancill, J. (1988): "¿Cuándo Hay Fondos en la Generación Bruta de Fondos". *Harvard-Deusto Business Review*, N° 33, Primer Trimestre, pp. 122-132.

Menéndez Menéndez, M. (1986): "Problemática Financiera del Control del Rendimiento en los Centros de Responsabilidad de Beneficios". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, N° 49, Enero-Abril, pp. 177-191.

Mensah, Y. (1983): "The Differential Bankruptcy Predictive Ability of Specific Price Level Adjustments: Some Empirical Evidence". *The Accounting Review*, April, pp. 228-246.

Mensah, Y.; Biagioni, L. (1980): "The Predictive Ability of Financial Ratios Using Alternative Translation Methods for Foreign Currency Financial Statements: A Simulation Study". *The International Journal of Accounting*, Vol 16, N° 1, Autumn, pp. 221-245.

Meriaux, J. (1982): "Actualité du Tableau de Financement". *Analyse Financière*, 4° trimestre, pp. 30-46.

Miller, M. (1977): "Debt and Taxes". *Journal of Finance*, May, pp. 261-275.

Ministry of Finance (1986): Ordinance of MOF N° 74: "Ordinance of Disclosure of Financial Information". MOF, Tokyo.

Mitchel, J.D.; Goh, S.W.; Forman, S.C. (1995): "A Note on the Relationship between Reported Cash Flow Measures, Ratios and Their Accrual Counterparts". *Accounting and Finance*, Vol. 35, N° 1, May, pp. 47-62.

- Modigliani, F. (1982): "Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation". *Journal of Finance*, May, pp. 255-273.
- Modigliani, F.; Miller, M.H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, N° 53, June, pp. 261-297.
- Moeller, H.P. (1995): "Cash Flow Effect of Financing from Retained Earnings under German GAAP". Comunicación al III International Cash Flow Accounting Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.
- Monclús Guitart, R.; Espasa Arana, J.; Angla Jiménez, J. (1991): "El Cuadro de Financiación en el Plan General de Contabilidad de 1990". *Técnica Contable*, Tomo XLIII, N° 510, Junio, pp. 351-372.
- Moneva Abadía, J.M. (1993): "Nuevas Orientaciones en la Simplificación de la Información Financiera". *Partida Doble*, N° 37, Septiembre, pp. 38-45.
- Montesinos Julve, V.; García Benau, M.A.; Vela Bargues, M. (1989): "El Principio de Devengo: Algunas Reflexiones en torno a su Concepto y Aplicación en Contabilidad", en Cea García, J.L. (Coord.): *Lecturas sobre Principios Contables*. Nonografía N° 13, AECA, Madrid.
- Monsen, N.; Olson, O. (1992): "When Tradition Fails. The Case of Cash Flow Statements". Comunicación al XV Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (European Accounting Association), Madrid 22/24 de Abril.
- Monsen, N.; Olson, O. (1995): "Silent Accounting Harmonization. Towards the Presentation of Cash Flow Statements in the Local Governmental and Business Fields in Norway". Comunicación a la III International Cash Flow Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.
- Montllor i Serrats, J. (1991): *Función Financiera de la Empresa y Creación de Valor: Una Propuesta de Síntesis*. Ed. AECA. Monografía N° 15. Madrid.
- Mora Eguídanos, A. (1994): "Limitaciones Metodológicas de los Trabajos Empíricos sobre la Predicción del Fracaso Empresarial". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIII, N° 80, Julio-Septiembre, pp. 709-732.
- Murard, G. de (1977): "Le Tableau Plurianuel des Flux Financiers". *Revue Française de Gestion*, N° 8, Janvier-Février, pp. 78-86.
- Murard, G. de (1979): "Le Traitement de l'Inflation dans un Tableau de Flux". *Banque*, N° 387, Septembre, pp. 1075-1083.
- Murard, G. de (1991): "L'Analyse des Flux et la Déferlante Américaine". *Analyse Financière*, 1er. trimestre, N° 84, pp. 3-6.

Murard, G. de (1991): "Keynes, Irving Fisher et les Générations d'Investissement. Introduction à l'Economie Quantitative". *Analyse Financière*, 1er. trimestre, N° 84, pp. 7-15.

Myers, S.C. (1977): "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Finance*, November, pp. 147-176.

Näsi, S. (1992): "Finland", en "*The European Accounting Guide*". Ed. David Alexander & Simon Archer. Academic Press, London, pp. 733-765.

National Accounting Association Research Report 38 (1972): "*Flujo de Caja y Control de la Dirección*". 3ª edición. Ed. Iberico Europea, Madrid.

Neil, J.D.; Schaefer, T.F.; Bahnson, P.R.; Bradbury, M.E. (1991): "The Usefulness of Cash Flow Data: A Review and Synthesis". *Journal of Accounting Literature*, Vol. 10, pp. 117-150.

New Zealand Society of Accountants (1992): *Financial Reporting Standard (FRS) N° 10, "Statement of Cash Flows"*. NZSA, Wellington.

Nobes, C. (1990): "*Accounting Comparisons: I-II*". Coopers & Lybrand Deloitte, London.

Ohlson, J.S. (1980): "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy". *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, Spring, pp. 109-131.

Nurnberg, H. (1983): "Issues in Funds Statement Presentation". *The Accounting Review*, Vol 58, N° 4, October, pp. 799-812.

Nurnberg, H. (1990): "Interest and Long-Term Bonds in the Cash Flow Statement under SFAS 95". *The CPA Journal*, Vol. 60, January, pp. 50-54.

Olusegun Wallace, R.S.; Collier, P.A. (1991): "The Cash in Cash Flow Statements: A Multi-Country Comparison". *Accounting Horizons*, December, pp. 44-52.

Ordre des Experts Comptables et des Comptables Agréés (1988): *Le Tableau de Financement. Recommandation N° 1.22, Serie n° 1, Principes Comptables*. OECCA, Paris, Octobre.

Organización de las Naciones Unidas (1977): "Empresas transnacionales: Estudios técnicos. Normas internacionales de Contabilidad y Presentación de informes". S.77.11.A.15. Nueva York, en "*Normas y Recomendaciones de Auditoría y Contabilidad. Repertorio Internacional*". Ed. IACJCE. Madrid 1992. Vol. II, p. ONU-ET 2-3.

Organización de las Naciones Unidas (1984): "*Informe del Grupo Especial Intergubernamental de Trabajo de Expertos en Normas Internacionales de Contabilidad y Presentación de Informes*". Nueva York.

Ortín Angel, P.; Prior Jiménez, D. (1992): "El Período de Permanencia de las Magnitudes de Circulante: Precisiones y Requisitos para su Correcta Determinación". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXI, núm. 70, pp. 165-191.

Ortín Angel, P.; Prior Jiménez, D. (1992): "El Período de Permanencia de las Magnitudes de Circulante, Una Aplicación Práctica. Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.

Parkinson, K.L. (1983): "Dealing with the Problems of International Cash Management". *Journal of Cash Management*, February-March, pp. 16-25.

Patell, J.; Kaplan, R. (1977): "The Information Content of Cash Flow Data Relative to Annual Earnings". Working Paper, Stanford University, August.

Paton, W.; Littleton, A. (1940): "An Introduction to Corporate Accounting Standards". American Accounting Association. Columbus, Ohio.

Pedraja García, P. (1986): "Contabilidad y Análisis de Balances en la Banca". Centro de Formación del Banco de España. Madrid.

Peinó Janeiro, V. G. (1992): "El Cuadro de Cash Flow por medio de Modelos: Una Solución Informatizada". *Partida Doble*, N° 24, Junio, pp. 46-58.

Peinó Janeiro, V. G. (1993): "La Contabilidad como Programa de Investigación Científica". Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.

Percy, M.; Stokes, D.J. (1992): "Further Evidence on Empirical Relationship between Earnings and Cash Flow". *Accounting and Finance*. May, pp. 27-49.

Pina Martínez, V. (1988): "Efectos Económicos de las Normas Contables". AECA, Monografía N° 11. Madrid.

Pina Martínez, V. (1992): "Estructura de Clasificación de Ratios: Principio de Devengo vs. Flujos de Caja". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXI, N° 70, pp. 9-27.

Pizzey, A. (1991): "Cash Flow Statements: A Step in the Right Direction or a Step in the Dark". *Management Accounting London*, Vol. 69, N° 5, May, pp. 20-22.

Poncet, P.; Portrait, R. (1978): "La Théorie Financière de L'Entreprise à partir du Tableau d'Emplois et Ressources". *Revue Française de Gestion*, N° 15, Mars-Avril.

Queréndez Auzmendi, F. (1984): "La Consolidación Contable". Ed. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

Rabaseda i Tarrés, J. (1992): "La Materialización de los Recursos Generados". Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.

Raja, A.; Nosworthy, M.; Gourea, D. (1980): "Diagnosis of Financial Health by Cash Flow Analysis". Working Paper. London Business School.

Rappaport, A.; Lerner, E. (1969): "A Framework for Financial Reporting by Diversified Companies". National Association of Accountants.

Rayburn, J. (1986): "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns". *Journal of Accounting Research (Supplement)*, Vol. 24, pp. 112-133.

Rayburn, F.R.; Crooch, M. (1983): "Currency Translation and the Funds Statement: A New Approach". *Journal of Accountancy*, october, pp. 51-62.

Regoli, J.P. (1989): "Le Tableau de Financement". *Revue Française de Comptabilité*, N° 197, Janvier, p. 11.

Richard, J.; Simons, P.; Bailly, J.M. (1987): "Comptabilité et Analyse Financière des Groupes". Ed. Economica. Paris.

Riebold, G. (1972): "El Cuadro de Financiación Integral Mediante el Análisis del Cash-Flow". *Técnica Contable*, Vol. XXIV, pp. 163-182.

Rivero Menéndez, M.J. (1990): "Métodos de Valoración de Empresas en Funcionamiento". *Partida Doble*, N° 7, Diciembre, pp. 4-9.

Rivero Romero, J (1990): "Análisis de Estados Financieros: Un Ensayo". Ed. Trivium, Madrid.

Rivero Torre, P. (1987): "Análisis de Balances y Estados Complementarios". Ed. Pirámide, Madrid.

Rivero Torre, P. (1991): "Análisis de Balances y Estados Complementarios". 5ª edición. Ed. Pirámide, Madrid.

Rivero Torre, P.; Molla Cots, S.; Fidalgo Cerviño, E. (1994): "El Estado de Origen y Aplicación de Fondos y el Cuadro de Financiación del Plan General Contable Español". *Técnica Contable*, Tomo XLVI, N° 542, Febrero, pp. 93-110.

Robb, A.J. (1995): "A Taxonomy of Cash Flow Concepts". Comunicación al III International Cash Flow Accounting Conference. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.

Rodríguez-Vilariño Pastor, M. L. (1992): "Análisis de los Estados de Flujos", *Partida Doble*, N° 24, Junio, pp. 22-28.

Rodríguez-Vilariño Pastor, M. L. (1994a): "Evolución en los Estados de Flujos". *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación*, N° 135, Junio, pp. 79-134.

Rodríguez-Vilariño Pastor, M. L. (1994b): "Utilidad del Análisis de Ratios para la Predicción de la Insolvencia Empresarial". *Actualidad Financiera*, N°s 34, 35 y 36, pp. C699-C773.

Rojo Ramírez, A.A. (1990): "Estado de Flujos de Tesorería. Presentación". *Técnica Contable*, N°s. 496 y 497, Abril y Mayo, pp. 145-168 y 223-243.

Rojo Ramírez, A.A. (1992): "Análisis de la Empresa a partir del Cuadro de Financiación: Flujos de Fondos y Valor de la Empresa". Ponencia al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.

Rosen, L.; DeCoster, D.T. (1969): "Funds Statements: A Historical Perspective". *The Accounting Review*, Vol. XLIX, N° 1, January, pp. 124-136

Ross, S.A. (1977): "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach". *Bell Journal of Economics* N° 8, Spring, pp. 23-40.

Rozsa, C. (1991): "Tableaux de Flux sans Frontières". *Analyse Financière*, N° 84, 1er trimestre, pp. 73-86.

Ruiz Barbadillo, E. (1990): "La Solvencia a Corto Plazo de la Empresa: Un Análisis Crítico del Ratio de Solvencia". *Actualidad Financiera*, Vol. 2, N° 144, pp. 2467-2483.

Rutherford, B.A. (1982): "The Interpretation of Cash Flow Reports and the other Allocation Problem". *Abacus*, June, pp. 40-49.

Salamon, G.L. (1982): "Cash recovery rates and measures of firm profitability". *The Accounting Review*, April, pp. 292-302.

Salamon, G.L. (1985): "The Accounting Rate of Return". *American Economic Review*, June, pp. 495-504.

Sanz Gadea, E. (1991): "*Impuesto sobre Sociedades. Comentarios y Casos Prácticos*". 3ª edición. Ed. Centro de Estudios Financieros, Madrid.

Scheid, J.C. (1989): "Le Tableau de Financement en France: Une Nouvelle Recommandation de L'Ordre des Experts Comptables et des Comptables Agréés". *Revue Française de Comptabilité*, N° 200, Avril, pp. 12-13.

Schmalenbach, E. (1926): "*Dynamische Bilanz*". 4ª edición. Gloeckner. Leipzig.

Seed, A.H. (1984): "The Funds Statement: How Can it Be Improved?". *Financial Executive*, October, pp. 52-55.

- Sharpe, W.F. (1963): "A Simplified Model for Portfolio Analysis". *Management Science*, Vol. 9, N° 2, January, pp. 277-293.
- Silvestre Pérez, P.; Silvestre Castillo, M. (1986): "Los Flujos Externos de las Empresas. Cálculo y Análisis según la Metodología de la Central de Balances del Banco de España". Centro de Formación del Banco de España, Madrid.
- Silvestre Pérez, P.; Silvestre Castillo, M. (1989): "Análisis Económico y Financiero Basado en la Metodología de la Central de Balances del Banco de España". Centro de Formación del Banco de España, Madrid.
- Someya, K. (1984): "The Development of Funds Flow Accounting", en Gaffiking, H.J.R.: "Contemporary Accounting Thought". Ed. Prentice Hall. Sidney, pp. 115-124.
- South African Institute of Chartered Accountants (1988): "Cash Flow Information". *Statement of Generally Accepted Accounting Practice N.AC 118*. SAICA, Johannesburg.
- Stark, A.W. (1993): "Problems in Measuring the Cash Recovery Rate and Measurement Error in Estimates of the Firm IRR". *The European Accounting Review*, N° 2, September, pp. 199-218.
- Staubus, G.J. (1989): "Cash Flow Accounting and Liquidity: Cash Flow Potencial and Wealth". *Accounting and Business Research*, Vol. 19, N° 74, Spring, pp. 161-169.
- Stein, N.D. (1990): "Interpretación de Estados Financieros. Origen y Aplicación de Fondos". Ed. Deusto, Bilbao.
- Stephens, R.G.; Govindarajan, V. (1990): "On Assesing a Firm's Cash Generating Ability". *The Accounting Review*, Vol. 65, N° 1, January, pp. 242-257.
- Stern, J.M. (1980): "Analytical Methods in Financial Planning". Ed. Stern, Stewart, Putnam and Macklis, New York.
- Stickney, C.P. (1993): "Financial Statement Analysis. A Strategic Perspective". 2ª edición. The Dryden Press. Harcourt Brace Jovanovich College Publishers.
- Stolowy, H. (1988): "L'Utilisation du Tableau de Financement par les Analystes Boursiers". *Analyse Financière*, 2º Trimestre, pp. 88-96.
- Stolowy, H. (1991): "Le Tableau de Financement: Un Aperçu de la Pratique Internationale". *Analyse Financière*, 1er Trimestre, pp. 64-72.
- Street, D.L.; Stanga, K.G. (1989): "The Relevance of a Segment Cash Flow Statement in Lending Decisions: An Empirical Study". *Accounting and Business Research*, Vol. 19, N° 76, Autumn, pp. 353-361.

- Streightoff, F.H. (1932): "Advanced Accounting". Harper and Brothers Publishers.
- Suárez Suárez, A.S. (1987): "Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa". 8ª edición. Ed. Pirámide, Madrid.
- Ternisien, M. (1990): "Comprendre L'Entreprise par les Flux". La Villeguerin Editions, Paris.
- Ternisien, M. (1991a): "L'Analyse Financière "Pool de Fonds"". *La Revue Banque*, N° 512, Janvier, pp. 24-34.
- Ternisien, M. (1991b): "Le Tableau des Flux de Trésorerie de l'Ordre des Experts-Comptables: Critiques et Limites". *Analyse Financière*, N° 84, primer trimestre, pp. 45-53.
- Thode, S.; Drtina, R.; Largay, J. (1986): "Operating Cash Flows: A Growing Need for Separate Reporting". *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Winter, pp. 46-61.
- Trigo de Aizpuru, M. A. (1990): "Criterios de Valoración de Activos Inmateriales", *Partida Doble*, N° 7, Diciembre, pp. 10-17.
- Turtle, H.; Bector, C.R.; Gill, A. (1994): "Using Fuzzy Logic in Corporate Finance: An Example of a Multinational Cash Flow Netting Problem". *Managerial Finance*, Vol. 20, N° 8, pp. 36-53.
- Uriás Valiente, J. (1992): "Análisis de Estados Financieros". Ed. Mc-Graw Hill, Madrid 1992.
- Valle de Juana, L.I. (1992): "El Cuadro de Financiación en las Cuentas Anuales". Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.
- Vera Ríos, S. (1992): "Análisis Económico y Contabilidad Interna: Evidencia de su Relación y Conveniencia de su Coordinación en el Ambito de la Normalización Contable". Comunicación al III Seminario de Análisis de Estados Económico-Financieros. Alicante, 25 y 26 de Septiembre.
- Vergoossen, R.G.A. (1992): "Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in The Netherlands". Comunicación al XV Congreso de la Asociación Europea de Contabilidad (EAA), Madrid 22/24 de Abril.
- Vernimmen, P. (1976): "Finance d'Enterprise", Tomo 2, Logique et politique. Ed. Dalloz, París.
- Walsh, C. (1994): "Ratios Clave para la Dirección de Empresas". Ed. Folio, Barcelona.
- Ward, T.J. (1994): "An Empirical Study of the Incremental Predictive Ability of Beaver's Naive Operating Flow Measure Using Four-State Ordinal Models of Financial Distress". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 21, N° 4, June, pp. 547-561.

- Watts, R.L. y Zimmerman, J.L. (1986): *"Positive Accounting Theory"*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Wearing, R.T. (1989): "Cash Flow and the Eurotunnel". *Accounting and Business Research*, Vol. 20, N° 77, pp. 13-24.
- Weaver, C.G.K.; Marshall, S.B. (1990): "Cash Flow Statements and Risk Evaluation". *Public Utilities Fortnightly*, Vol. 125, N° 4, February, pp. 16-20.
- Wild, K.; Goodhead, C. (1993): "Implementing FRS 1: Some Practical Interpretation of a Number of Aspects of FRS 1 as it Affects Individual Companies". *Accountancy*, Vol. 112, N° 1.204, December, pp. 87-90.
- Wild, K.; Goodhead, C. (1994): "Implementing FRS 1: Some Practical Issues Arising from FRS 1 as it Affects Groups and Larger Companies". *Accountancy*, Vol. 113, N° 1.206, February, pp. 86-87.
- Wilson, G.P. (1986): "The Relative Information Content of Accruals and Cash flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date". *Journal of Accounting Research (Suplement)*, Vol. 24, pp. 165-200.
- Wilson, G.P. (1987): "The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings after Controlling for Earnings". *The Accounting Review*, Vol. LXII, April, pp. 293-322.
- Yap, C. (1995): "User's Perceptions of the Need for Cash Flow Statements. Australian Evidence". *Comunicación al III International Cash Flow Accounting Conference*. Birmingham, 9 y 10 de Mayo.
- Zardoya Alegría, A.I. (1991): "Información Contable por Segmentos". *Técnica Contable*, Tomo XLIII, N° 509, Mayo, pp. 299-316.
- Zenoff, D.B.; Zwick, J. (1973): *"Administración y Finanzas Internacionales"*. Ed. Dianc. México.
- Zerah, G. (1989): "Le Tableau des Flux de Trésorerie". *La Revue Banque*, Núm. 496, Julio-Agosto, pp. 728-731.
- Zund, A. (1992): "Switzerland", en *"The European Accounting Guide"*. Ed. David Alexander & Simon Archer. Academic Press, London, pp. 825-884.

ABREVIATURAS:

AAA:	American Accounting Association
AASB:	Australian Accounting Standards Board
AECA:	Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas
AICPA:	American Institute of Certified Public Accountants
APB:	Accounting Principles Board
ARB:	Accounting Research Bulletin
ARS:	Accounting Research Study
ASB:	Accounting Standards Board
ASEPUC:	Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad
BOICAC:	Boletín Oficial del ICAC
CEE:	Comunidad Económica Europea
CICA:	Canadian Institute of Chartered Accountants
CIN:	Cash Improvement Number
DAFIC:	Disponible después de la Financiación del Crecimiento
EFT:	Estado de Flujos de Tesorería
EOAF:	Estado de Origen y Aplicación de Fondos
FASB:	Financial Accounting Standards Board
FIFO:	First In First Out
FRS:	Financial Reporting Standard
GASB:	Governmental Accounting Standards Board
IAS:	International Accounting Standard
IASC:	International Accounting Standards Committee
ICAC:	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
ICAEW:	Institute of Chartered Accountants in England and Wales
IOSCO:	International Organisation of Securities Commissions
IVA:	Impuesto sobre el Valor Añadido
LIFO:	Last In First Out
MOF:	Ministry of Finance (Japón)
NAA:	National Association of Accountants
NFCAC:	Normas de Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas
NZSA:	New Zealand Society of Accountants
OECCA:	Ordre des Experts Comptables et des Comptables Agréés
ONU:	Organización de las Naciones Unidas
PGC:	Plan General de Contabilidad
SAICA:	South African Institute of Chartered Accountants
SEC:	Securities and Exchange Commission
SFAC:	Statement of Financial Accounting Concepts
SFAS:	Statement of Financial Accounting Standards
SSAP:	Statement of Standard Accounting Practice
TRLSA:	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

